

Innehållsförteckning

1.	Inledning	4
1.1.	Bakgrund	5
1.2.	Syfte	5
1.3.	Problemformulering	5
2.	Metod	6
2.2.	Kvantitativ eller kvalitativ metod?	6
2.3.	Induktion eller deduktion?	8
2.4.	Validitet, reliabilitet och metodkritik	9
3.	Obligationer	11
3.1.	Grundläggande begrepp	11
3.2.	Fasta och rörliga räntor	11
3.3.	Risk	11
3.3.1.	Risk och avkastning	12
3.4.	Företagsobligationer	12
3.4.1.	Olika typer av standardavtal	12
3.4.2.	Säkerheter	13
3.4.3.	Covenants	14
3.4.4.	Sinking fund	14
3.4.5.	Möjlighet till omläggning	15
4.	Kreditvärdering	16
4.1.	Historik	16
4.2.	Betygsättningen – en översikt	16
4.3.	Urvalskriterier	17
4.3.1.	Urvalskriterier och junk bonds	17
4.4.	Framtidsutsikternas inverkan på kreditbetyget	19
4.5.	Kreditvärdering och default	20
4.6.	Kreditvärderingskostnader	21
5.	Räntemarknaden	22
5.1.	Den svenska räntemarknaden	22
5.2.	Eurons betydelse för europamarknaden	22
5.3.	Exemplet Vattenfall	23
5.4.	Lågkonjunktorens inflytande på obligationsutgivningen	23
5.5.	Svenska junk bonds	24
5.6.	Företagsobligationer i framtiden	24
5.6.1.	Investerarsidan: ökat utrymme pga. lägre statlig upplåning	24
5.6.2.	Investerarsidan: minskat intresse för aktieplaceringar	26
5.6.3.	Utbudssidan: nya kapitaltäckningsregler	27
5.6.4.	Utbudssidan: bankerna påskyndar obligationshandeln	29
6.	Junk bonds	31
6.1.	Avkastning och yield spread	31
6.2.	Uppkomst och historik	31
6.2.1.	Ett par historiska exempel	32
6.2.2.	Milken på Wharton	32
6.2.3.	Milken på Drexel: 70-tal	32
6.2.4.	Två nyckelfaktorer	33
6.2.5.	Kulturen på Drexel	34
6.2.6.	Milken på Drexel: 80-tal	35
6.3.	Publik marknad	36
6.4.	För- och nackdelar med upplåning	36
6.4.1.	Fördelar med junk bonds	38
6.4.2.	Nackdelar med junk bonds	39
6.5.	Användningsområden	39
6.5.1.	Användningsområde 1: företagstillväxt	40
6.5.2.	Användningsområde 2: finansiering av förvärv	40
6.5.3.	Användningsområde 3: fientliga uppköp	42
6.6.	Junk bonds inverkan på företagsproduktiviteten	44
6.7.	Omläggning av skulder – defensiv strategi	45
7.	Venture capital	46
7.1.	Inledning	46

7.2.	Historik	46
7.3.	Vilka företag använder sig av venture capital?	48
7.4.	Vilka är venture capital-bolagens urvalskriterier?	48
7.4.1.	Personkemi.....	49
7.5.	Venture capital i praktiken – exemplet InnovationsKapital	49
7.6.	Exit.....	50
7.7.	Fördelar med venture capital.....	51
7.8.	Nackdelar med venture capital.....	51
8.	Företagspresentationer	53
8.1.	Inledning	53
8.2.	Cellavision	53
8.2.1.	Presentation av Cellavision.....	53
8.2.2.	Cellavisions finansieringshistoria.....	53
8.2.3.	Inställning till venture capital.....	54
8.2.4.	Inställning till obligationer.....	54
8.3.	netMage.....	55
8.3.1.	Presentation av netMage	55
8.3.2.	netMage finansieringshistoria	55
8.3.3.	Inställning till venture capital.....	56
8.3.4.	Inställning till obligationer.....	56
8.4.	Fiberless Society	56
8.4.1.	Presentation av Fiberless Society.....	56
8.4.2.	Fiberless Societies finansieringshistoria	57
8.4.3.	Inställning till venture capital.....	57
8.4.4.	Inställning till obligationer	57
8.5.	Eurofootball	58
8.5.2.	Eurofootballs finansieringshistoria.....	58
8.5.3.	Inställning till venture capital.....	59
8.5.4.	Inställning till obligationer.....	59
8.6.	Gramineer	59
8.6.1.	Presentation av Gramineer	59
8.6.2.	Gramineers finansieringshistoria.....	60
8.6.3.	Inställning till venture capital.....	60
8.6.4.	Inställning till obligationer.....	60
9.	Analys och slutsatser.....	61
9.1.	Junk bonds	61
9.1.1.	Tillbakablick	61
9.1.3.	Vilka är möjligheterna för en junk bond-marknad?	62
9.1.4.	Hur kan en junk bond-marknad skapas?	62
9.1.4.1.	Marknadsföring	62
9.1.4.2.	En svensk Milken.....	63
9.1.5.	Marknadsföringens utformande	64
9.1.5.1.	Två möjliga scenarier	65
9.1.6.	Möjligheter för små företag	65
9.2.	Venture capital	67
9.2.1.	Inledning	67
9.2.2.	Ägarstyrning.....	67
9.2.3.	Viktig kompetens	69
9.2.4.	Svårare med venture capital efter IT-kraschen.....	69
9.3.	Analys och slutsatser – integrerande del	70
9.3.1.	Sammanfattning av tidigare två avsnitt	70
9.3.2.	Marknad enligt innovationsaspekten.....	70
9.3.4.	Marknadsföringens utformande	71
9.3.5.	Tre fördelar jämfört med venture capital	71
9.3.6.	Olika typer av junk bonds	72
9.3.7.	Junk bonds som komplement	72
9.3.8.	Sammanfattning av slutsatser.....	73
10.	Källförteckning	74
10.1.	Muntliga källor.....	74
10.2.	Böcker	74

10.3.	Elektroniska källor	75
10.4.	Artiklar	75

1. Inledning

I USA har det sedan 70-talets slut funnits en omfattande och välutvecklad marknad för obligationer med lågt kreditbetyg, sk junk bonds. Någon etablerad svensk översättning av detta begrepp finns inte, vilket, i ljuset av många andra engelska begrepp och ord som utan översättning har tagits in i det svenska språket, inte ter sig speciellt underligt. Till skillnad från många av dessa, är det dock inte alltför svårt att gissa sig till varför begreppet junk bonds aldrig har blivit översatt: det existerar nämligen i stort sett inte som finansierings- eller investeringsalternativ i Sverige.

När vi under kandidatkursen i finansiering läste om den amerikanska marknaden för junk bonds, fann vi att de för investerare i många avseenden har utgjort och utgör ett attraktivt investeringsalternativ. Men vi fann också att de för företag har varit och är ett attraktivt finansieringsalternativ. Vidare fann vi att anledningarna till denna välutvecklade amerikanska marknaden, till stora delar verkade kunna tillskrivas en enskild persons insatser, nämligen Michael Milken.

Även om det är svårt att uttala sig om framtiden, ledde ovanstående till att vi skrev denna uppsats om junk bonds med svenskt perspektiv. Det svenska perspektivet skulle ta sig i uttryck i form av en undersökning och diskussion angående möjligheterna för en junk bond-marknad i Sverige i framtiden. Detta skulle göras ur ett småföretagsperspektiv, något som hängde ihop med vårt intresse för den svenska riskkapitalmarknaden (venture capital), särskilt efter den sk IT-kraschen år 2000.

Varför skall man då skriva en uppsats i detta ämne? Därför att kapitalanskaffning är något helt fundamentalt för varje företag. Utan kapital, inga investeringar och därmed inga intäkter. Man skulle nästan kunna säga att kapitalmarknaden är ett nystartat företags första riktiga konkurrent. Besegras inte denna, går affärsidéen om intet; även affärsidéer som hade stått sig väl gentemot andra konkurrenter.

Det var dessa funderingar som inledningsvis formade vår uppsats och i nästa kapitel skall vi närmare se på uppsatsens syfte och problemformulering.

1.1. Bakgrund

Uppsatsen har skrivits som en avslutning av kandidatkursen i ämnet finansiering på Ekonomihögskolan vid Lunds universitet. Den riktar sig till andra studenter på samma nivå och inom samma ämne.

1.2. Syfte

Vi presenterar i det följande uppsatsens syfte och problemformulering och går i detta sammanhang igenom de tankar och resonemang som ledde fram till dessa.

Mot bakgrund till det vi inledningsvis skrev, har föreliggande uppsats i princip två huvudsyften. Det första är att ur företagets perspektiv beskriva finansieringsalternativet junk bonds. Det andra är att undersöka och diskutera dels huruvida det finns möjlighet och intresse bland svenska småföretag att använda sig av detta finansieringsalternativ och dels hur en marknad för detta finansieringsalternativ i så fall bör skapas.

Det första huvudsyfte, att beskriva junk bonds ur företagets perspektiv, har här åtminstone två tydliga anledningar. För det första behöver vi detta för att på ett tillfredsställande sätt kunna diskutera det andra huvudsyftet. För det andra för att det inte, såvitt vi känner till, tidigare har skrivits en uppsats i detta ämne vid Lunds Universitet. I de två uppsatser som har skrivits om junk bonds har dels en allmän genomgång av junk bond-marknaden och dels en undersökning av yield-spreaden och dess tänkbara orsaker gjorts¹. Båda är dock skrivna ur investerarens perspektiv, och alltså inte utgivarens.

Det andra huvudsyftet, att undersöka och diskutera möjligheten för en junk bond-marknad samt hur denna i sådana fall bör skapas, har även det två anledningar. För det första bidrar den undersökande delen till att göra uppsatsen mer spännande, i det att intressanta problemformuleringar med den inledningsvis nämnda framtidskaraktären kan ställas upp. För det andra så möjliggör denna att vi kan rikta in uppsatsen mot svenska förhållanden, något som från början var vår önskan och ambition.

1.3. Problemformulering

Problemformuleringen kan sammanfattas i följande tre punkter:

1. Till vad har junk bond-finansierade företag använt införskaffat kapital och vilka för- och nackdelar finns med junk bonds som finansieringsform?
2. Finns det möjligheter och intresse för en junk bond-marknad i Sverige?
3. Hur bör en sådan i så fall skapas?

¹ Larsson, Nilsson (1990): *Junk bonds* och Olsson, Rendal (2002): *10% yield in a 5% world*

2. Metod

Kapitlet innehåller en genomgång av de inom samhällsvetenskaplig forskningsmetod grundläggande begreppen. Detta innebär diskussion av begrepp som kvantitativ och kvalitativ metod, validitet och reliabilitet, induktion och deduktion samt att i detta sammanhang placera in föreliggande uppsatsmetod. En viktig del blir då att fundera över de fallgropar som finns med vårt metodval. Lämpar sig verkligen detta metodval till att undersöka det vi har förutsatt oss att göra? Härvidlag blir en tillbakablick på problemformulering och syfte viktig och ett par förtydliganden beträffande denna kommer att framgå.

Låt oss dock först börja med att kort se på vår undersökning, eftersom det annars blir svårt att närmare kommentera dess utformning.

I vårt syfte angav vi det ena av två huvudsyften som att undersöka möjligheten för en svensk junk bond-marknad och i så fall hur den bör skapas. Vår undersökning i detta sammanhang har i intervjuform företagits bland nystartade företag, *start ups*. Vi valde ut fem företag, varav tre från Ideon, för detta ändamål.

Eftersom vi skulle undersöka ett amerikanskt fenomen i Sverige var det tydligt att en svensk referensram behövdes. Det skulle annars bli svårt att genomföra vår undersökning, eftersom risken var uppenbar att resultatet skulle bli för magert. Då vi var av den uppfattningen att venture capital har spelat och spelar en avgörande roll på den svenska marknaden för nystartade företag så var det denna finansieringsform som vår undersökning skulle ta sin utgångspunkt i.

Undersökningens upplägg blev därför att med företagsrepresentanten först ha en diskussion om den finansieringsform som företaget använder sig av idag, nämligen venture capital och därefter diskutera den alternativa finansieringsform som denna uppsats handlar om, nämligen obligationer eller junk bonds.

2.2. Kvantitativ eller kvalitativ metod?

Den kanske mest grundläggande frågan vid val av metod är frågan huruvida undersökningen skall företas på ett kvantitativt eller kvalitativt sett. Något hårdraget skulle man kunna uttrycka det som att man vid kvantitativ metod använder siffror och vid kvalitativ metod använder ord. Ett exempel på det förra är en statistisk undersökning genom t.ex. en regressionsanalys och ett exempel på

det senare är undersökning byggd på t.ex. olika intervjuer. Holme och Solvang pekar på de grundläggande skiljelinjerna av vilka några återges här²:

Kvantitativa metoder

1. Går på bredden
2. Strukturerade observationer
3. Inriktning mot åtskilda variabler
4. Beskrivning och förklaring
5. Undersökaren som aktör

Kvalitativa metoder

1. Går på djupet
2. Ostrukturerade observationer
3. Inriktning mot sammanhang och struktur
4. Beskrivning och förståelse
5. Undersökaren som deltagare

Vår uppsats kan indelas i två avdelningar; den första bygger på en deskriptiv metod där vi beskriver junk bonds och jämför denna med venture capital, den andra bygger på en undersökande metod där personliga intervjuer spelar en avgörande roll.

Vår metod är därför till största del kvalitativ och vi ger i det följande, med utgångspunkt i de ovan framlagda punkterna, en kort beskrivning av anledningarna till detta och på vilket sätt detta tar sig i uttryck.

Vi har redan poängterat att vi med vår undersökning ville se på kunskapen angående den i Sverige relativt okända finansieringsformen som junk bonds är och i detta sammanhang fundera över företagets intresse för den samma. Trots att vi i en av våra problemformuleringar ställde oss frågan huruvida intresse förelåg för en sådan marknad i Sverige, var det aldrig vår avsikt att göra en bred undersökning bland företag spridda över hela landet, utan vi önskade istället att träffa några enskilda företag här i Lund och bland dessa göra en undersökning på djupet. Detta uppfyller punkt 1 ovan. Det torde vara tydligt att det i detta sammanhang endast var möjligt att företa en kvalitativ undersökning; vi insåg nödvändigheten av att själva delta i en undersökning som delvis avsåg att undersöka kunskapen om ett fenomen som inte existerade i Sverige (detta faller under punkt 5). Risken är uppenbar att undersökningen annars hade gått i stå eftersom en del av företagen i sådana lägen inte haft ett "bollplank" att spela mot. Exempel på detta skulle vara att man i och för sig känner till högavkastande obligationer, men inte känner till den amerikanska benämningen junk bonds. Ett annat exempel skulle kunna vara att man använder en annan benämning istället för junk bond, t.ex. det alternativa amerikanska uttrycket high yield bonds. Samtidigt innebär detta att alltför strukturerade observationer också skulle riskera att skjuta vid sidan av målet; standardiserade frågor är lämpliga vid undersökningar av objektiva, i sig oförargliga, ämnen som t.ex. människors preferenser vid val av betalkort eller liknande. Vi var därför öppna för en undersökning som hade mer inslag av diskussion än av utfrågning (se punkt 2)

Punkt 3 och 4 är inte heller så svåra att identifiera i vårt metodval. Självklart är det mer sammanhang och struktur som vi fikar efter. Vi nämnde i kapitel 2 att vi för att kunna införa begreppet junk bond på den svenska marknaden behövde en referens att förhålla oss till, dvs vi behövde sätta in det i ett relevant sammanhang.

² Holme och Solvang (1996) s 78

Därför valde vi en jämförelse med venture capital och såg det hela som två olika kapitalanskaffningsmetoder ur företagets perspektiv. Vidare är det en ökad förståelse för dessa alternativ på den svenska marknaden vi vill bidra med, även om den första delen där vi jämför de två alternativa anskaffningsmetoderna, bidrar med förklaringar om dessa begrepp samt dess för- och nackdelar.

2.3. Induktion eller deduktion?

En annan viktig skiljelinje inom samhällsvetenskaplig forskningsmetod är den som går mellan induktiv respektive deduktiv metod. Kortfattat kan man beskriva deduktion som ”logisk härledning av följsatser med utgångspunkt i axiom eller postulat”, medan induktion kan definieras som en ”tankemetod varigenom man når fram till allmänna principer från enskilda iakttagelser”³.

För att förstå dessa två begrepp kan ett exempel vara på sin plats⁴. Låt oss anta två vetenskapsmän, där den ene använder sig av deduktiv metod och den andra av induktiv. Båda intresserar sig för färgen på korparns fjäderdräkter. Den deduktive vetenskapsmannen har en hypotes som säger att alla korpar är svarta. (För den inom ornitologi mindre bevandrade kan vi blott upplysa att alla, hittills observerade, korpar är svarta). Efter att ha observerat, säg 1000 svarta korpar, skulle säkert den induktive vetenskapsmannen sluta sig till att korpar verkligen är svarta och därmed anse sig ha ökat kunskapsmassan angående korpar, emedan den deduktive fortfarande skulle hålla denna utsaga för en hypotes; han kan ju ändå inte veta om det bland de övriga icke observerade korparna finns någon med avvikande fjäderdräkt. Han skulle således endast anse sig ha ökat kunskapsmassan om det plötsligt dök upp en vit korp eftersom han då skulle kunna förkasta sin hypotes. Man talar i detta fall om falsifiering snarare än verifiering som metod för att driva vetenskapen framåt.

Betyder detta att den induktiva metoden är oanvändbar? Förvisso icke! Det är just användbarheten som är dess främsta förtjänst, sedan kan man alltid som Karl Popper gjorde diskutera om det bidrar till att öka kunskapsmassan.

På vilket sätt hör allt detta hemma i vår uppsats? För det första kommer det vara inslag av induktiv karaktär i vår uppsats, idet vi vill undersöka företags nuvarande och eventuellt tänkbara kapitalanskaffningsmetoder. Redan när vi talar om företags (dvs. obestämd form, pluralis) inställning ger vi vårt arbete en induktiv karaktär; vi upphöjer det vi finner hos de få företag vi undersöker till att gälla alla företag i största allmänhet. Emellertid nämnde vi tidigare under avsnitt 3.2 att vi egentligen ville se vår undersökning mer som ett sätt att skapa ökad förståelse av ämnet snarare än att förklara; detta låg ju i den kvalitativa metodens natur.

³ Svensk ordbok 1 s 199 och s 515 (1990)

⁴ Exemplet är delvis hämtat ur Nordin, Filosofins historia (1995) s 576 som i sin tur handlar om Karl Popper, upphovsman till teorin att det endast är genom falsifiering som man ökar kunskapsmassan inom vetenskaplig forskning

Med lite god vilja kan man även hitta induktiva inslag, åtminstone såtillvida att vi precis som den deduktive vetenskapsmannen har framlagt ett par hypoteser angående vår uppsats slutsats. Att vi sedan inte enbart genom falsifiering bestämmer deras giltighet är ju en annan sak.

2.4. Validitet, reliabilitet och metodkritik

Eftersom validitet betyder förmåga att mäta det avsedda och reliabilitet avser resultatets pålitlighet blir här en diskussion om metodvalet oundviklig. Låt oss först dock rekapitulera och förtydliga en smula.

Vi avser, som tidigare nämnts, att undersöka de två alternativa finansieringsformerna junk bonds och venture capital genom att undersöka ett par nystartade Ideonföretags inställning till dessa⁵. Märk väl att vi avser undersöka denna inställning hos nystartade företag; eftersom det också är detta vi gör, kan man säga att validiteten så långt är god⁶.

Nu kan man dock fundera vidare; eftersom vi avser att så småningom, bland annat utifrån dessa resultat, ha en liten diskussion kring en eventuell junk bond-marknad i Sverige, bör man fråga sig vilka företag som, vad avser storlek, kan vara aktuella för en sådan. Med en gång kunde vi fastslå att det knappast kan vara nystartade företag på Ideon. De företag som vi undersöker har en omsättning på ett par miljoner kronor och alltifrån ett par till runt 100 anställda. För att kunna ge ut företagsobligationer och i förekommande fall junk bonds, krävs, historiskt (och realistiskt) sett en större storlek på företagen än dem vi undersöker. Varför har vi då ändå valt att undersöka dessa förhållandevis små företag? Det finns ett par anledningar till detta, som kan ställas upp i följande punkter

1. Tidsaspekt - dagens små företag är morgondagens stora
2. Praktisk aspekt - tillgången till företag är större bland start ups jämfört med större företag
3. Innovationsaspekt - marknaden behöver inte fungera enligt historien

Enligt detta tycker vi att validiteten trots allt är god eftersom vi de facto mäter det vi avsett att mäta. Man kan dock fundera över reliabiliteten. Vi nämnde tidigare att vi tyckte det var viktigt med närvaro under mätningarna, för att undvika att undersökningen går om intet pga. det i Sverige okända begreppet junk bonds. Självklart ligger det en fara i detta; vi måste värdera svaren utifrån det sammanhang de blir givna i. Man kan tala om att frågorna kan fungera ledande.⁷ Här föreligger alltså en risk att operationaliseringen⁸ inte blir så lyckad.

⁵ Ideon är en i Lund belägen sk forskarby, där ungefär 100 företag är verksamma, företrädesvis med inriktning mot bioteknik och IT

⁶ Med facit i hand visade det sig att validiteten inte nådde upp till den nivå som vi först förutsatte. Mer härom i kapitel 8, där vi presenterar vår undersökning.

⁷ Holme, Solvang (1996) s 175

⁸ dvs övergång från teori till emperi; Holme, Solvang (1996) s 159

I detta sammanhang kan det vara intressant att fundera över den generella utformningen av en intervju. (Låt oss först bara nämna att vi från början även funderade på någon form av enkätundersökning, men eftersom vår handledare, pga tidigare erfarenheter, avrådde från detta, avstod vi.) En av de viktigaste sakerna att tänka på är i vilken ordning som frågorna ställs; man bör alltid ha en mjukstart och en mjuklandning, dvs eventuella kontroversiella frågor bör hamna i mitten av intervjun⁹. Vi ställde till att börja med några objektiva, faktainriktade frågor om företaget i stort, för att därefter komma in på de mer intressanta frågorna.

Med tanke på att dagens Ideonföretag antagligen först är aktuella för en obligationsmarknad i morgon, var det för oss omöjligt att hålla ett specifikt resonemang om junk bonds utan vi fick istället föra ett resonemang om obligationer som kapitalanskaffningsmetod i stort. Här kanske någon kritiker ser en öm punkt i vårt upplägg. Vi har dock inte så svårt för att försvara oss; följande anledningar till vårt val kan anges:

1. Känslighetsaspekt – det kunde allvarligt skada vårt förtroende ute bland företagen om vi inför dem spelade upp ett scenario där deras kreditbetyg om tio år skulle vara under investments grade
2. Trivialitetsaspekt – givet att vi trots allt gjorde som punkt 1, vilket företag skulle inte utan vidare önska en junk bond-marknad om tio år, om man hade lågt kreditbetyg och var i starkt kapitalbehov?
3. Likhetsaspekt – som vi kommer att se så är skillnaden mellan junk bonds och investment grade-bonds fotnot inte speciellt stor ur utgivarens perspektiv
4. Uteslutningsaspekt – vi finner det föga troligt att en junk bond-marknad skulle kunna uppstå utan en ordentlig, likvid marknad för investment grade bonds.

Implikationerna av punkt 4 ovan är i denna uppsats större än vad det kanske omedelbart verkar. Den innebär att vi genomgående har tagit oss friheten att omväxlande tala om obligationer och junk bonds, beroende på den givna situationen. Om nu läsaren finner detta en aning förvirrande ombedes denne ha förståelse för detta, med denna förklaring som grund.

Som väl säkerligen har framgått kommer uppsatsen avslutas med en normativ del där vi kommer att utvärdera våra undersökningar, framför allt i ljuset av den inledande deskriptiva delen. Vår avsikt är inte då att fastslå utan snarare belysa, i enlighet med den kvalitativa metod vi använder oss av. Det är alltså fråga om en utvärdering snarare än fastläggandet av rätt och fel, dvs. vi kommer inte fastslå huruvida man bör satsa på en marknad för junk bonds, utan snarare peka på (något av) vad man bör tänka på, givet att man tänker skapa en sådan.

⁹ Holme, Solvang (1996) s 174

3. Obligationer

3.1. Grundläggande begrepp

Obligationer är en typ av löpande skuldebrev, vanligtvis med löptid på mer än ett år¹⁰, där utgivaren, mot att förfoga över, dvs låna, en viss summa pengar (obligationens pris = P) över en viss tidsperiod (löptiden = n), lovar att betala en i förväg bestämd, fast avkastning (kupongen = C) regelbundet under löptiden, vanligtvis i ettårs intervall samt att betala tillbaka lånebeloppet plus ränta vid förfalldatum (det nominella beloppet = N). Enligt grundläggande finasteori så värderas finansiella instrument genom att man gör en teoretisk nuvärdesberäkning av de framtida kassaflödena, genom att diskontera med någon marknadsränta (= r). Med våra beteckningar kan en obligation generellt tecknas:

$$P = \sum C / (1+r)^t + N/(1+r)^n$$

Obligationen ovan är av typen rak obligation, vilken kan jämföras med en nollkupongobligation som kan tecknas enligt följande:

$$P = N/(1+r)^n$$

3.2. Fasta och rörliga räntor

Med i förväg bestämd avkastning menas här antingen en från början helt fastlagd ränta eller en ränta som varierar, dock bestämd så till vida att den t.ex. kan vara knuten till någon annan ränta. Ett FRN-lån är exempel på detta, där ju avkastningen är uppbunden till en rörlig ränta, t.ex. STIBOR¹¹.

En annan typ som har vuxit sig stor på senare år är så kallade realränteobligationer, där kupongutbetalningarna varierar med inflationstakten: vid hög inflation stiger kupongutbetalningarna och omvänt vid låg inflation.¹²

3.3. Risk

En investerare som investerar i obligationer är naturligtvis intresserad av den risk som är förknippad med dem. Vid investering i fast förräntande värdepapper (med

¹⁰ Man brukar härvidlag skilja på obligationsmarknaden och penningmarknaden, där den senare är en marknadsplats för räntebärande papper med en löptid på mindre än ett år.

¹¹ STockholm InterBank Offered Rates – interna dagslåneräntor svenska banker emellan

¹² Hagerud (2002) s 34

en i förväg fastlagd avkastning) är det mest intressanta att få en uppfattning om den sk *default risk*, dvs risken för att utgivaren av någon anledning ställer in återbetalningen. Givet att investeraren inte säljer obligationen vidare på andrahandsmarknaden är detta det enda ”hotet” mot investerarens möjlighet att få sina utlånade pengar åter. I ljuset av detta är det inte svårt att inse att statsobligationer har låg risk och företagsobligationer högre risk, där de riktigt riskfyllda är de med dålig finansiell ställning och dåliga framtidsutsikter. Det är i detta sammanhang som de sk kreditvärderingsföretagens arbete kommer in eftersom de just värderar obligationers default risk, något vi ser närmare på i kapitel 4.

3.3.1. Risk och avkastning

Enligt grundläggande finansiell teori hör risk och avkastning ihop. Detta betyder att räntan på statsobligationer borde ligga nära den riskfria upplåningsräntan och att räntan på företagsobligationer ligger över denna. Man talar i detta sammanhang om *yield spreaden* som den skillnad mellan en obligation och den riskfria räntan, t.ex. LIBOR, men ibland även räntan på statsobligationer. Denna uttrycks i basis points, bp där en bp är lika med 0,01 procent. (På svenska används uttrycket räntepunkter, men i det följande kommer bp att användas).

Med dessa grundläggande begrepp fastlagda, skall vi gå över och se närmare på företagsobligationer. Vi kommer i det följande se på deras fundamenta, dvs. gå igenom viktiga begrepp och därefter se hur marknaden för sådana ser ut idag och har sett ut historiskt; vi kommer då att se att denna marknad är på ”frammarsch” vilket kommer bli intressant i våra kommande slutsatser.

3.4. Företagsobligationer

3.4.1. Olika typer av standardavtal

Det finns andra sätt än att enbart kräva högre avkastning för att kompensera för den högre risk som företagsobligationer bär med sig jämfört med t.ex. statsobligationer. Detta kan göras genom diverse avtal eller klausuler, som oftast finns upptagna i en sk *indenture*, som helt enkelt är en ”avtalskatalog” som reglerar förhållandena mellan säljare och köpare. Att dessa avtal efterlevs ser en tredje part till, en sk *corporate trustee*. Vi skall i det följande ta upp de viktigaste

avtalen i en *indenture*; genomgången gör alltså inga anspråk på att vara heltäckande, utan tar endast upp de för denna uppsats mest intressanta¹³.

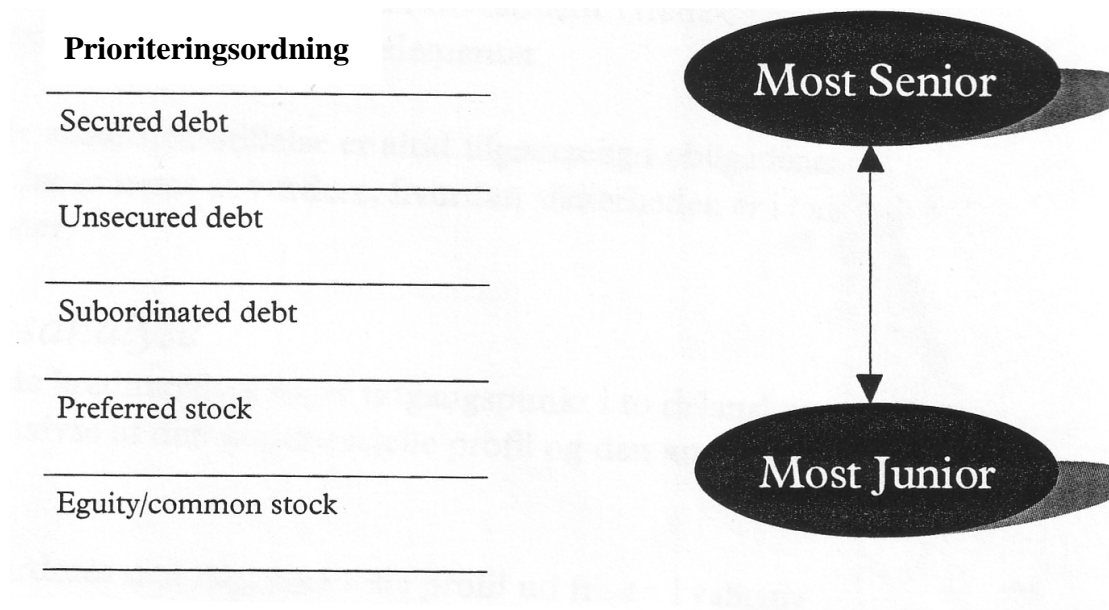
3.4.2. Säkerheter

En av de mer avgörande skillnaderna obligationer emellan är huruvida de har någon form för säkerhet eller inte. Denna säkerhet kommer isåfall först till användning vid en default, eftersom de då ger köparen rättigheter till den tillgång som säkerheten är knuten till. Detta innebär att *recovery risk* blir lägre, något som vi ser närmare på i avsnittet om kreditrating. Vilka typer av säkerheter kan man då tänka sig? Man skiljer här på två huvudtyper, nämligen *mortgage bond* och *collateral trust bond*. Den förra innebär en rätt till intäkterna från försäljningen av de tillgångarna obligationen har sin in-teckning i, dvs avtalet fungerar som någon slags panträtt i detta sammanhang. I praktiken innebär dock in-teckningen oftast en god förhandlingssituation vid en default, eftersom det inte är så ofta som tillgångarna verkligen säljs ut; istället företas typiskt en ombildning eller rekonstruktion av företaget¹⁴. Om företaget inte äger några anläggningstillgångar eller motsvarande, utan istället äger tillgångar i form av aktier eller andra värdepapper, så är det dessa säljaren får sin säkerhet knuten till. Sådana tillgångar kallas för *collateral* och säkerheten kallas därför för *collateral trust*.

Naturligtvis förekommer även obligationer utan säkerhet, så kallade *debentures*, som på svenska kallas förlagslån. Läsaren kanske tror, efter genomgången av säkerheter för obligationer, att investerare inte vågar investera i annat än i sådana, men icke så. Långt de flesta företagsobligationer som säljs är just utan säkerhet, vilket till största del torde hänga ihop med att investerare får betala för dessa i form av lägre avkastning. I förekommande fall vore det dessutom helt meningslöst att betala för sådana säkerheter, eftersom företaget har så goda framtidsutsikter att en default aldrig, i praktiken, kommer att inträffa. En annan anledning till detta investeringsmönster är att ett förlagslån ändå inte saknar säkerheter, eftersom ägaren till en sådan har förtursrätt på alla osäkrade tillgångar i företaget jämfört med aktieägarna. Därmed kommer vi in på en annan del av en företagsobligations säkerhet, nämligen vilken prioritetsordning som en obligation har vid en default. För att få en överblick över detta ser vi på följande figur:

¹³ I den följande genomgången har främst Fabozzi et al i Fabozzi (1994) s 203 ff, använts som källa. Inga ytterligare hänvisningar kommer att göras i texten, såvida inte andra källor använts.

¹⁴ Fabozzi et al i Fabozzi (1994)



Figur 1. Prioriteringsordning efter förlaga Nykredit s 35

För det första visar figuren att prioritetsordningen bestäms med beteckningarna *senior* och *junior*. Vidare framgår det att ett förlagslån har förtur jämfört med *subordinated debt*, dvs skulder som intar en underordnad ställning vid default, också i förhållande till lån utan säkerhet. Detta innebär att det lån som har lägst prioritet vid likvidation (dvs. det lån som är mest *junior*) är både *subordinated* och *unsecured* som dock, märk väl, har förtur i förhållande till både eventuellt förekommande preferensaktier samt vanliga stamaktier.

3.4.3. Covenants

En annan typ av säkerhetsavtal som regleras i låneavtalet är sk *covenants*, som, för att skydda långivarna, reglerar företagets handlingsutrymme. Man kan i huvudsak skilja på två typer, nämligen positiva och negativa¹⁵. Det förra talar om vad företaget skall göra och det senare reglerar vad företaget inte skall göra. Exempel på det förra är att företaget skall se till att upprätthålla rörelsekapitalet över en viss miniminivå och exempel på det senare är begränsning vad gäller t.ex. utdelning.

3.4.4. Sinking fund

Långgivaren kan även på ett mer direkt sätt skydda sina utlånade pengar genom en sk *sinking fund*, som innebär att företaget avsätter en viss summa pengar för att

¹⁵ Ross et al (1999) s 529

skydda lånet. Fabozzi et al menar att den traditionella förståelsen av detta begrepp, dvs. att pengarna avsätts till en fond för att på förfallodagen användas för att återbetala långivaren, i praktiken är fel och påpekar istället att företaget använder pengarna till *redemption*, dvs. återköp av obligationer¹⁶.

3.4.5. **Möjlighet till omläggning**

En allmänt förekommande fråga, är huruvida lånet skall vara *callable* eller inte, dvs. om företaget skall ges möjlighet att vid sjunkande räntor kalla tillbaka lånet och emittera nya obligationer men nu till högre pris (dvs. lägre avkastning). Typiskt sett brukar sådana avtal innebära att obligationen inte kan återkallas de första 5-10 åren samt att den endast kan återkallas vid en *premium*, dvs. när priset överstiger det nominella beloppet med ett visst antal procent.

Vi har nu sett på några av de mer vanliga typerna av regleringar som ingår i den avtalskatalog som upprättas i samband med att en företagsobligation ges ut. Vi vill åter påpeka den trade off som föreligger mellan säkerhet och avkastning i detta sammanhang: ju mer säkerhet som avtalet innehåller för investerarna desto mer kostar det i form av lägre avkastning. Det blir sålunda, som vid all finansiell teori, viktigt att bestämma sin riskaversion, både för investeraren och för företaget.

¹⁶ Fabozzi et al i Fabozzi (1994) s 218

4. Kreditvärdering

Vi går i det följande igenom så kallad kreditvärdering, som är den värdering eller bedömning som ”oberoende” kreditvärderingsföretag utför på exempelvis andra företag och deras lån. Eftersom det är denna som ligger till grund för den indelning av olika typer av obligationer som finns på marknaden så är den för vår uppsats både nödvändig och viktig. Den är dessutom intressant i ett historiskt perspektiv, eftersom den, som vi skall se, är en dynamisk marknadsorienterad företeelse, som snabbt kan reagera på de skiftande behov och preferenser som uppstår bland dess användare. Denna insikt kommer att spela en roll när vi historiskt värderar junk bond-marknadens uppkomst i slutet av 70-talet.

4.1. Historik

De två största och mest anlitade kreditinstituten är Moody´s och Standard and Poor´s (S&P), men även Fitch Investors Service (Fitch) och Duff & Phelps nämns bland de stora. Det var John Moody som 1909 startade denna marknad och i det följande kommer vi att gå igenom ratingen utifrån de två största kreditvärderingsföretagens perspektiv.

4.2. Betygsättningen – en översikt

Kreditvärderingen ges i form av bokstavs-betyg som ett företag kan få på sina korta och långa skulder. Eftersom det är de långsiktiga skuldebrev som vi i denna uppsats är intresserade av kommer vi att lämna de kortsiktiga där hän. Följande tabell ger en översiktlig bild över de olika betygsstegen och dess innebörder.

Tabell 2. Kreditratingens steg. Källa:
<http://www.investopedia.com/articles/02/052202.asp>

Bond Rating		Grade	Risk
Moody's	Standard & Poor's		
Aaa	AAA	Investment	Lowest Risk
Aa	AA	Investment	Low Risk
A	A	Investment	Low Risk
Baa	BBB	Investment	Medium Risk
Ba, B	BB, B	Junk	High Risk
Caa/Ca/C	CCC/CC/C	Junk	Highest Risk
C	D	Junk	<u>In Default</u>

I och med tabellen har vi också fått en definition av begreppet junk bond: junk bond är en obligation som av Moody's betygsatts med Ba eller lägre eller av S&P med BB eller lägre. De obligationer som inte är junk bonds kommer i det följande, enligt gängse traditioner, kallas för investment grade bonds.

4.3. Urvalskriterier

Det intressanta blir nu att se på hur kreditvärderingsföretagen går till väga när de delar ut sina "bokstäver". Låt oss börja med att se hur det ser ut idag för att därefter jämföra med hur det har sett ut. Som namnet kreditbetyg antyder, så är det ett mått på hur stor kreditrisken är. Kreditrisken i sin tur består av två delar, nämligen *default risk* och *recovery risk*¹⁷. *Default risk* betyder risken för utebliven betalning och *recovery risk* är osäkerheten kring tilldelning av pengar ur företaget givet en *default*. Det är här viktigt att förstå att kreditinstituten tar hänsyn till båda riskerna vid sin betygssättning.

4.3.1. Urvalskriterier och junk bonds

Fridson nämner två obligatoriska faktorer som kreditinstituten alltid tar hänsyn till, nämligen *default risk* och *seniority*¹⁸. Den senare anger, som vi har sett,

¹⁷ Strukturanalyse kredit: *Kreditobligationer*, 22 november 1999 s 22

¹⁸ Fridson (1989) s 25

graden av förtursrätt vid likvidation och är därmed ett mått på *recovery risk*. Fridson nämner vidare *covenants* som en tvetydig faktor vid kreditvärdering, eftersom kreditbolagen endast delvis tar hänsyn till dem i sin värdering. Fridson menar att dessa åtminstone tar hänsyn till dem så till vida att man inte värderar obligationer som helt saknar sådana.¹⁹

Förutom de ovan tre nämnda faktorerna så anger Fridson ytterligare fem som har avgörande betydelse för en obligations pris, som dock inte tas med i kreditföretagens bedömning. Fridson ställer upp följande cirkeldiagram:

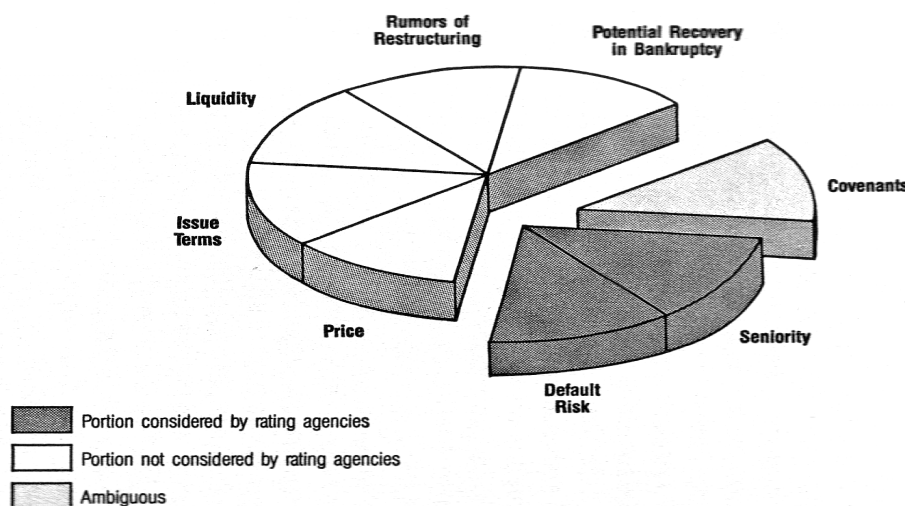


Fig. 3. Faktorer som påverkar obligationspriset. Fridson (1989) s 25

Fridson "misstänker" därefter att de fem i kreditvärderingssammanhang icke medtagna faktorerna har en större inverkan på en junk bonds pris jämfört med en investment grade bond²⁰. För att testa detta mäter Fridson korrelationen mellan kreditbetyg och avkastning.²¹ Resultatet av detta test åskådliggörs i följande cirkeldiagram:

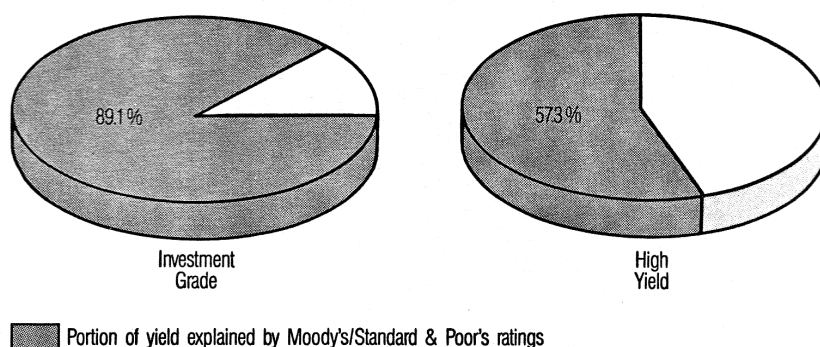


Fig. 4. Kreditratingens förklaring av obligationers värde. Fridson (1989) s 24

¹⁹ Fridson (1989) s 25

²⁰ För en genomgång av de teoretiska förklaringarna till denna misstanke se Fridson (1989) s 28-31. Notera att Fridson endast diskuterar faktorer som har en direkt inverkan på en obligations pris. Det finns naturligtvis också andra aspekter att ta hänsyn till, se nedan.

²¹ För en genomgång av metoden vid detta test se Fridson (1989) s 37

Fridson visar alltså att kreditbetygen förklarar en mindre del av värdet på junk bonds jämfört med en investment grade bonds (57,3 procent jämfört med 89,1 procent). Detta är ett intressant resultat ur två aspekter.

För det första var det här precis det som Michael Milken insåg i början av 70-talet som sedan blev inledningen på junk bond marknadens storhetstid, vilket vi skall se närmare på senare.

För att förstå det andra måste vi känna till förhållandet mellan obligationer och duration. Duration är ett mått på en obligations räntekänslighet och allt annat lika, så är durationen lägre ju högre avkastningen är. Detta skall i sin tur ses i ljuset av de komponenter som påverkar en obligations pris. Howe skiljer här på två komponenter i termer av risk: *market risk* och *nonmarket risk*.²² *Market risk* är, enligt Howe, precis det som vi ovan definierade som duration, dvs. ränterisken medan *nonmarket risk* mäter obligationens värdetförändringar pga. ändringar i kreditbetyg. Howe säger vidare, i enlighet med det vi nämnde tidigare, att priset på junk bonds förändras mer pga förändringar i *nonmarket risk* jämfört med *market risk*, dvs priset är mer känsligt för förändringar i kreditbetyg jämfört med investment grade bonds. Läger vi ihop detta med Fridsons undersökning ovan, så inser man att kreditföretagens betygssättning långt ifrån ger en heltäckande bild vid värdering av en obligation och detta gäller speciellt junk bonds, eftersom kreditratingen här har större inverkan på priset, trots att förklaringsgraden är mindre.

4.4. Framtidsutsikternas inverkan på kreditbetyget

När kreditföretagen sätter sina betyg används inte enbart, vilket enligt gängse litteratur uppenbarligen varit en relativt allmän uppfattning, historiska fakta utan även företagens framtidsutsikter värderas. Detta framgår relativt tydligt av följande bild:

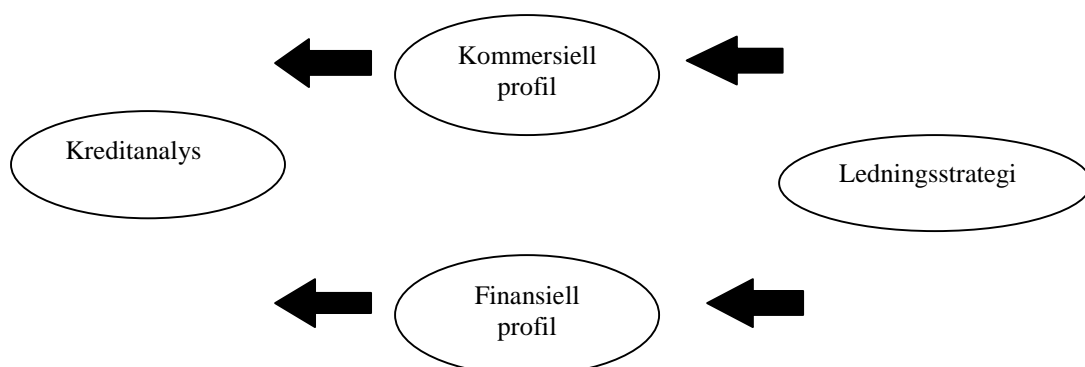


Fig. 5. Kreditanalysens delkomponenter efter förlaga Nykredit s 36

²² Howe: *Credit considerations in evaluating high-yield bonds*, i Fabozzi (1994) s 413

Som framgår av figuren så består kreditvärderingen av två komponenter, nämligen en kommersiell och en finansiell profil. Den kommersiella profilen har med företagets marknadsframtoning att göra, medan den finansiella rör företagets ekonomiska ställning. Figuren visar att det är ledningens strategi som avgör kreditbetyget, eftersom det är den som avgör och utformar de två komponenterna. Notera att det inte nödvändigtvis existerar en trade off mellan de båda komponenterna; en ökad satsning på den kommersiella profilen behöver inte ge negativa effekter på den finansiella.

För att återknyta till resonemanget kring framtidsutsikternas betydelse i betygsättningen, så identifieras dessa i figuren som den kommersiella profilen, medan den finansiella profilen bestäms av historiska fakta, främst genom användandet av diverse nyckeltal. Det finns flera sätt att utföra en kommersiell analys på enligt Nykredit, men gemensamt för dem alla är att de blir av kvalitativ, subjektiv karaktär. Viktiga delkomponenter i en sådan analys är t.ex. konkurrenssituation, grad av diversifiering (både vad gäller produkt och geografisk spridning), branschkaraktäristika, marknadsandelar etc.

Viktiga delkomponenter i den finansiella analysen är mer eller mindre kända nyckeltal, som t.ex. räntetäckningsgrad, vinstmarginal, skuldsättningsgrad, ITM i förhållande till skulder etc.²³.

En intressant aspekt av figur 5 ovan är det sätt på vilket ett företags ledning kan gå till väga för att erhålla ett önskvärt kreditbetyg. Givet, för företaget, besvärande historiska data, med dåliga nyckeltal, så kan man ändå med en stark kommersiell profil kompensera detta.

4.5. Kreditvärdering och default

Efter att ha fått en inblick i kreditföretagens tillvägagångssätt vid betygssättning, samt sett hur denna speciellt spelar en roll för junk bonds kan det här vara på sin plats att se på några övriga intressanta aspekter på kreditvärderingen ur ett junk bond-perspektiv. Det första man kan peka på är den högre betygsvolatilitet som finns hos lågratade bolag, eftersom dessa är mer känsliga för framförallt finansiella förändringar (jfr teorin om *financial distress cost*, se kapitel 6). Nykredit uppger att mer än 70 procent av betygsförändringarna sker hos junk bonds²⁴, vilket ger en antydning om svårigheten att riktigt kunna värdera dessa, vilket ju även Fridson visade ovan. För att läsaren inte skall tro att kreditvärderingen av junk bonds helt saknar värde kan det vara intressant att se på följande figur:

²³ Strukturanalyse kredit: *Kreditobligationer*, 22 november 1999

²⁴ Strukturanalyse kredit: *Kreditobligationer*, 22 november 1999 s 20

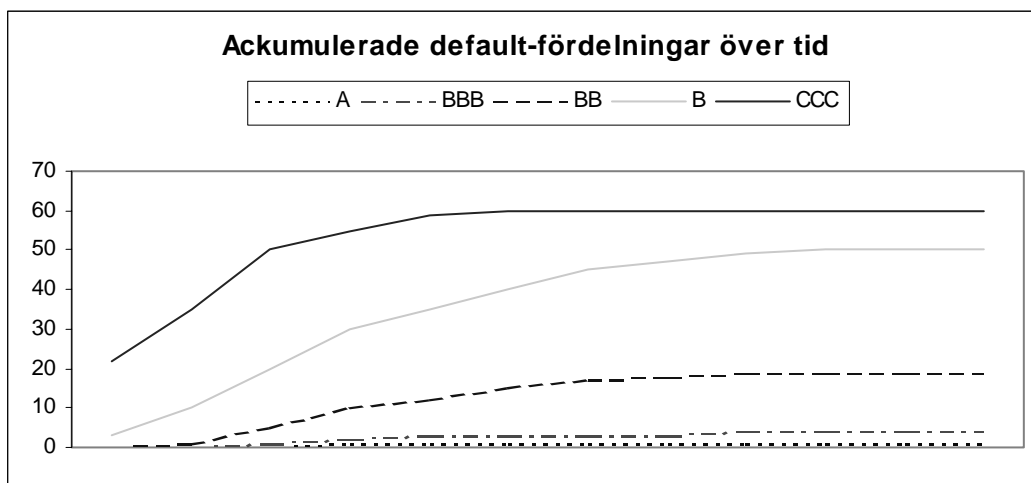


Fig. 6. Ackumulerade defaultfördelningar över tid efter förlaga Nykredit s. 28

Figuren visar på väldigt få *defaults* för investment grade-bonds; för företag värderade till AAA eller AA har det aldrig förekommit någon default på ett års sikt²⁵.

4.6. Kreditvärderingskostnader

Vi skall som avslutning av detta kapitel se något på de kostnader som företagen får betala för att få sina krediter värderade. Hos S&P skall en initial avgift på \$40000 till \$80000 betalas för en första värdering, varefter en årlig kostnad tillkommer beroende på hur kraftigt företaget utnyttjar kreditföretagets tjänster; minimikostnaden anges till \$25000 till \$40000²⁶. Med andra ord är det stora summor som krävs för att ha möjlighet till att ge ut obligationer, summor som knappast är möjliga för nystartade företag att betala. Vi vänder åter till detta i det avslutande analyskapitlet.

²⁵ Det är här lite oklart vilka obligationer som omfattas av undersökningen, men av allt döma gäller den för den amerikanska marknaden.

²⁶ Jan Almgren: *Börsbolagen betalar för att få betyg*, i Svenska Dagbladet 2002-08-02

5. Räntemarknaden

5.1. Den svenska räntemarknaden

Hur ser då förhållandena ut på den svenska räntemarknaden idag? Vi har redan tidigare nämnt att marknaden är liten. Naturligtvis är detta relativt menat och då relativt framförallt jämfört med USA men också Europa. Den svenska räntemarknaden har fram tills för några år sedan i stort sett utgjorts av handel i stats- och bostadsobligationer, där den publika marknaden har utgjorts av den sk SOX-listan; privata placerares andrahandsmarknad. Endast ett par, tre företagsobligationer förekommer på denna, för närvarande bl.a. Sandvik AB, Scania CV och Spendrup Invest AB²⁷.

Totalt sett, har ungefär endast 50 företag utestående lån på den svenska marknaden; istället har det under de senare åren blivit mer och mer vanligt att svenska företag lånar på den internationella marknaden, företrädesvis på europamarknaden, se nedan.²⁸

Denna ringa publika upplåning reser, i ljuset av vetenskapen om svenska företags i många stycken omfångsrika upplåning, frågan var och hur obligationsupplåningen då sker. I princip bör man här skilja på två saker. För det första: sker det genom privat eller publik upplåning och för det andra: sker det i Sverige eller utomlands? Ett preliminärt svar på dessa frågor är att det för de stora företagen sker på den publika europamarknaden och att det för de mindre sker genom privat upplåning i Sverige.

5.2. Eurons betydelse för europamarknaden

I samband med introduktionen av en gemensam europeisk valuta 1999, skapades förutsättningarna för en omfångsrik obligationshandel i Europa. Även om viljan till en svensk marknad har funnits hos företagen har inte investerarna på den svenska marknaden räckt till; pengarna hos dessa har helt enkelt varit för få.²⁹ Att marknaden nu har tagit fart visar inte minst det faktum att förhållandet mellan upplåning via bank jämfört med obligationer har gått från 80/20 till 50/50 sedan införandet av Euron 1999. Eirik Winter, europachef på företagskapitalmarknaden hos Salomon Smith Barney, menar att man på ett par års sikt bör ha samma

²⁷ <http://www.stockholmsborsen.se/fi/sox.asp?lang=swe&list=SSE555&grup=Marknadsräntor&listName=SOXobligationslån> 2003-01-09

²⁸ Hagerud (2002) s 30

²⁹ Se tex *Obligationer ger företagen kapital*, i Svenska Dagbladet 2001-04-25

förhållande som i USA, dvs. 20/80³⁰. 1997 emitterades 16 miljarder euro på europamarknaden, vilket kan jämföras med 135 miljarder år 2000.³¹

Helt klart är det att europamarknaden fick ett klart försprång jämfört med den inhemska i och med eurons införande. Över en natt skapades en likvid marknad, något som den svenska marknaden inte på samma sätt kan erbjuda. Man kan här tala om att en kritisk massa bildades, där de enskilda delarna, dvs. de enskilda medlemsländerna, i sig var för små, men där summan av deras marknader passerade den gräns som var nödvändig för att marknaden skulle kunna komma igång.³²

5.3. Exemplet Vattenfall

Något hårdraget skulle man kunna säga att de svenska företag som behöver en viss storlek på sin upplåning (vilka typiskt sett är de företag som själva har uppnått en viss storlek) får vända sig till europamarknaden, medan de företag som endast är i behov av en mindre upplåning kan vända sig till den svenska marknaden där både privata och institutionella investerare kan fylla detta behov. Låt oss som exempel ta Vattenfall som år 2000 emitterade störst antal obligationer i Norden, 23 miljarder kronor³³. I och med detta bestod företagets upplåning på sammanlagt 42 miljarder kronor till 95 procent av upplåning i utlandet. Robert Hellstadius på Vattenfall Treasury angav vid denna tidpunkt den lägre lånekostnaden dels pga. den större storleken på marknaden och den därmed bättre prissättningen som skäl till varför man lånar så mycket i utlandet. Samtidigt innebär upplåning på den internationella marknaden att mindre kända företag som Vattenfall behöver "sälja sig" som Jan Seveborg, finanschef på företaget säger, vilket naturligtvis har kostat en hel del.

5.4. Lågkonjunktursens inflytande på obligationsutgivningen

I samband med den allmänna lågkonjunktur som har drabbat stora delar av de industrialiserade länderna under de senaste två, tre åren, har förutsättningarna för den obligationsmarknad som var på gång i Sverige men framförallt i Europa, ändrats något; pga den allmänna osäkerhet som råder kräver investerare högre räntor, något som har gett vissa utgivare kalla fötter. Exempel på detta kan ges genom Hutchinson, ett Hongkong-baserat telekombolag med stora satsningar inom 3G-sektorn i Europa som under år 2002 hade planer på att ge ut

³⁰ *Obligationer ger företagen kapital*, i Svenska Dagbladet 2001-04-25

³¹ *Obligationer ger företagen kapital*, i Svenska Dagbladet 2001-04-25 (Prognosen för 2001 låg vid denna tidpunkt på 250 miljarder euro)

³² Affärsvärlden: *Skifte på obligationsmarknaden*. 1999-05-05. Hämtad från <http://www.affarsvarlden.se/skrivut.jsp?version=3113> 2002-12-20

³³ Exemplet med tillhörande citat är hämtat från Svenska Dagbladet: *Utgivningar i strid ström från Vattenfall*. 2001-04-25

företagsobligationer för motsvarande 13,3 miljarder kronor på den europeiska marknaden.³⁴ Planerna sköts på framtiden ”till dess att marknaderna stabiliseras” som Hutchinsons ekonomichef Frank Sixt uttrycker det.

5.5. Svenska junk bonds

Vi har hittills i denna uppsats hävdad att junk bonds inte förekommer i Sverige. Vi vill dock här göra läsaren uppmärksam på att vissa svenska företag har junk bonds utestående på den europeiska marknaden. Det rör sig i de allra flesta fall om sk *fallen angels*, dvs investment grade-obligationer som har fallit till junk bond-status. Exempel på sådana företag är Ericsson och ABB, där det sistnämndas obligationer på 500 miljoner euro i oktober år 2002 hade ett kreditbetyg från Moodys på Baa, dvs. endast ett steg över junk bond-nivå³⁵. Prisnivån vid denna tidpunkt var också kring rena junk bond-nivån. Efter att i maj år 2002 ha betalats till 98,6 procent av nominellt värde, betalades samma obligationer endast till 43 procent av nominellt värde. Det motsvarar en yield-to-maturity på hela 34 procent.

5.6. Företagsobligationer i framtiden

5.6.1. Investerarsidan: ökat utrymme pga. lägre statlig upplåning

Vad beror det då på att marknaden för företagsobligationer är växande i Sverige och varför kan man säga att marknaden ser ljus ut i framtiden? Låt oss se på figur 7:

³⁴ Exemplet med tillhörande citat är 2002-11-26 hämtat från Affärsvärlden: *Obligationsstrul för Hutchinson*. Publicerad 2002-10-02 på <http://www.affarsvarlden.se/skrivut.jsp?version=17604>

³⁵ Dagens Industri: *ABBs obligationer handlas till skräpstatus*. 2002-10-22

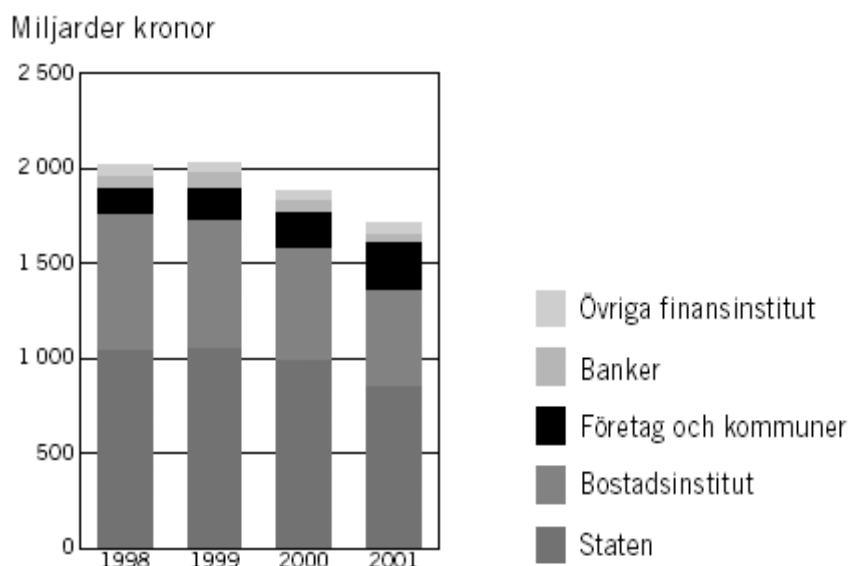


Fig. 7. Räntemarknadens emittenter. Den svenska finansmarknaden 2001

Förutom att diagrammet visar att företagens upplåning på räntemarknaden ökar, visar det dessutom att den totala upplåningen minskar; som framgår så har både staten och bostadsinstitutet minskat sin upplåning. Enligt publikationen så beror statens minskade upplåning på att det statliga budgetunderskottet nu väntas till ett överskott; ingen täckning behöver längre göras för ett underskott. Bostadsinstitutets minskade upplåning beror enligt Riksbanken delvis på att många institut valt att binda upp sina lån för kortare perioder jämfört med tidigare. Vad har detta då att göra med marknaden för företagsobligationer? Vi citerar ur publikationen:

”Att statens upplåningsbehov minskat ökar utrymmet för privat kreditefterfrågan på marknaden. Från att i stor utsträckning ha varit en källa för finansiering av statliga budgetunderskott skapas nu en marknad med utrymme för andra låntagare än staten.”³⁶

Alltså har den minskade upplåningen skapat utrymme för ökade investeringar i andra värdepapper på räntemarknader som t.ex. företagsobligationer. Riksbanken pekar alltså på det i och för sig självklara faktum att investerare på räntemarknaden inte bara försvinner, därför att emittenterna blir färre. Istället söker de sig till andra alternativa placeringar och det blir därför intressant att se på följande figur:

³⁶ Den svenska finansmarknaden 2001 s 10. Publikation utgiven av Riksbanken.

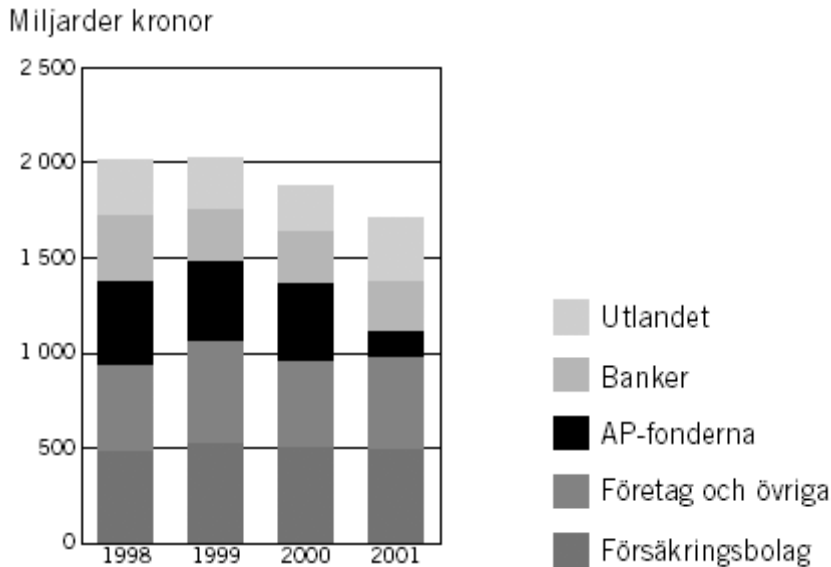


Fig. 8. Räntemarknadens placerare. Den svenska finansmarknaden 2001

Tabellen visar alltså att investeringarna på räntemarknaden verkligen har minskat, vilket dock nästan uteslutande beror på att AP-fonderna, i samband med pensionsreformen, har fått andra möjligheter till att även placera på alternativa marknader som t.ex. aktiemarknaden. Med andra ord är detta en nedgång som torde ha skett även om statens upplåningsbehov inte hade minskat. Att AP-fonderna har börjat spara i andra alternativ är ju i och för sig negativt för marknaden för företagsobligationer, men eftersom det inte beror på att dessa i sig har blivit mindre attraktiva bör det i princip inte betyda någonting. Riksbankens analys bör därför kunna stå fast; utrymmet för ökade investeringar i privata alternativ har ökat på senare år.

5.6.2. Investerarsidan: minskat intresse för aktieplaceringar

I detta sammanhang talar vi med Sigbritt Isaksson från Riksbankens finansavdelning, en av författarna till ovan citerade rapport³⁷. Hon menar att investerarsidan har varit redo att handla med företagsobligationer under de senaste åren och säger att t.ex. bankerna har varit beredda ett bra tag; vissa av de större bankerna har t.ex. formerat speciella grupper för att ta hand om den (förväntade) ökade handeln. Dessutom pekar Isaksson på börsens dåliga utveckling de senaste åren och menar att många investerare ser räntemarknaden som en alternativ placeringsmöjlighet och tar som ett exempel 7:e AP-fonden som ständigt lägger om sina placeringar. (I detta sammanhang skall man dock komma ihåg AP-fondernas många nya investeringsalternativ, varför Isaksson påpekar att AP-fonderna ju också kan investera i utländska räntemarknader.)

³⁷ Telefonintervju 2002-12-16

Sammantaget tycker Sigbritt Isaksson alltså att investerarsidan ser fortsatt positiv ut och menar istället att det är utbudssidan som haltar något. Isaksson tror att detta i första hand hänger samman med rådande lågkonjunktur som har skapat få investeringsmöjligheter och därmed lågt kapitalbehov.

För att marknaden för företagsobligationer skall fortsätta att utvecklas i nuvarande positiva riktning, räcker det emellertid inte med att det finns ett större utrymme och intresse på investerarsidan. Det måste också finnas räntepapper att investera i, dvs. företagen måste vara villiga att emittera obligationer. Man kan se på detta ur två perspektiv:

1. Anta eller utgå ifrån att svenska företag kommer att öka sin upplåning i framtiden och därmed dra slutsatsen att detta rimligtvis ökar upplåningen genom obligationer utan att säga någonting om denna upplåning ökar relativt andra upplåningssätt.
2. Inte fundera över huruvida svenska företag kommer att öka – eller minska – sin upplåning i framtiden, utan istället se på sannolikheten att företagen byter upplåningssätt från nuvarande till obligationer. Med nuvarande avses i första hand banklån.

Eftersom punkt 1 blir triviell – såvida man inte undersöker antagandet, vilket vi inte gör i denna uppsats – lägger vi den åt sidan och riktar istället in oss på punkt 2.

5.6.3. Utbudssidan: nya kapitaltäckningsregler

Den sk Baselkomitéen (Basel), som bildades 1975 och har sitt sekretariat i *Bank for International Settlements* (BIS), har som uppgift att stärka det internationella finansiella systemets stabilitet. Representanter finns med från de flesta västeuropeiska länderna, däribland Sverige och dessutom USA.³⁸ Denna komité håller för närvarande som bäst på att utforma nya kapitaltäckningsregler för bankerna inom OECD-området. Som läsaren säkert känner till syftar kapitaltäckningsregler till att skydda bankernas solvens, eftersom de innebär att banken skall avsätta en viss summa pengar varje gång den gör en utlåning.

De nuvarande regler, som trädde i kraft 1988, är utarbetade av Baselkomitéen och innebär, kortfattat, en schablonregel som säger att bankens solvens skall uppgå till minst 8 procent av det utlånade kapitalet. Solvensen räknas ut genom att ställa bankens egna kapital i förhållande till bankens riskviktade aktiviteter (i princip utlåningar). Denna viktning är utformad så att oavsett vem företaget lånar ut pengar till så skall lånen viktas lika mycket, dvs. olika lån med olika risker spelar

³⁸Suzanne Hyldahl: *Nye kapitaldækningsregler for bankerne*. Publikation från Nationalbanken, Danmark. Hämtad från [www.nationalbanken.dk/nb/nb.nsf/alldocs/Skvartalsoversigt_1_kvartal_2001/\\$Fik/nb03.htm](http://www.nationalbanken.dk/nb/nb.nsf/alldocs/Skvartalsoversigt_1_kvartal_2001/$Fik/nb03.htm) (2002-12-14)

lika stor roll vid uträknandet av bankens solvens³⁹. Enligt Plesner utformades dessa regler för att skapa rättvisa regler på kapitalmarknaden, men menar att de är mycket ”fyrkantigt” utformade speciellt vad gäller deras förmåga att täcka upp för kreditriskerna.⁴⁰ Efter vår genomgång av kreditvärderingsföretagens arbete, att på ett riktigt sätt fastställa olika låns kreditrisk, så är det inte så svårt att inse vad Plesner menar med fyrkantiga regler; att behöva avsätta lika mycket kapital för utlåning i ett AAA-värderat bolag som man behöver vid utlåning till ett B-värderat innebär ju de facto att lika mycket pengar avsätts trots att kreditrisken skiljer sig avsevärt. Baselkomitéen är därför igång med att utarbeta nya regler, tänkta att på ett bättre sätt kunna täcka upp för den individuella kreditrisk som varje lån uppvisar. Dessa nya regelförslag är inte helt okomplicerade och vi skall i det följande enbart se på dess viktigaste punkter, idet att det skulle föra för långt utanför denna uppsats syfte att försöka på ett heltäckande sätt beskriva dem.

Kortfattat kan man säga att de nya Baselreglerna liknar de gamla så till vida att minimikapitalkravet på 8 procent står fast. Däremot kommer lånen kunna viktas på ett annorlunda sätt, där förslaget är att kreditföretagens betygsättningen skall ligga till grund för viktningen. (I parentes kan nämnas att förslag finns om att även låta företaget självt avgöra viktningen utifrån deras egen riskbedömning. Detta kräver dock ett antal uppfyllda kriterier hos företagen och torde därför inte bli ett lika vanligt alternativ som det som här går igenom.) När nuvarande regler säger att alla lånen skall viktas med en faktor 1 (dvs. 100 procent) så säger de nya reglerna att viktningen skall ske enligt följande tabell:

Tabell 9. BIS – förslag maj 1999 efter förlaga Nykredit Tabell 20

	AAA – AA-	A+ – A-	BBB+ – BBB-	BB+ – B-	Lägre än B-	Ingen rating
Sovereigns	0%	20%	50%	100%	150%	100%
Banks	20%	50%	100%	100%	150%	100%
Corporates	20%	100%	100%	100%	150%	100%
ABS	20%	50%	100%	100%		

Nykredit anger att, allt annat lika, de nya reglerna kommer att leda till att utgivningen av junk bonds ökar, eftersom det med dessa kommer bli dyrare för bankerna att låna ut till lågt värderade bolag, pga. den differentierade viktningen⁴¹. En utlåningsportfölj innehållande enbart företag värderade till t.ex. AA skulle ju innebära en minimikapitaltäckning på 20 procent av 8 procent, dvs.

³⁹ Strukturanalyse kredit: *Kreditobligationer*, 22 november 1999 s 32

⁴⁰ Plesner: *Økonomisk kapital – fundamentet i moderne bankdrift* s 6, i *Finans/Invest* nr 4, 2002

⁴¹ Strukturanalyse kredit: *Kreditobligationer*, 22 november 1999 s 32

knappt 2 procent; med andra ord en klart mindre kostnad jämfört med nuvarande regler.

Det finns en långsiktig invändning mot Nykredits sätt att resonera. Några storbanker arbetar idag med kapitalfördelning enligt teorin om ekonomiskt kapital som grund. Ekonomiskt kapital kan definieras som det kapital som, upp till en viss nivå, skall försäkra långivarna mot förlust samtidigt som det står i överensstämmelse med aktieägarnas krav om en lämplig balans mellan avkastning och risk. Det innebär alltså att banken försöker arbeta på ett mer riskstyrt sett utan att detta går ut över långivarna, dvs. de försöker hitta en lämplig trade off. I ett optimalt läge skulle man kunna tänka sig att ekonomiskt kapital sammanfaller med reglerat kapital enligt Baselkomitéens nya förslag. Detta är åtminstone vad Plesner anser, idet han säger att man kan se fram emot ett ”bröllop” mellan de båda faktorerna,⁴² en bild som också Karin Berglund på Finansinspektionens kapitaltäckningsenhet delar, men menar samtidigt att det ligger en bit in i framtiden⁴³. Hon säger att det idag endast är S-E Banken och Nordea som använder sig av begreppet ekonomiskt kapital. Detta skulle innebära att dessa banker redan idag avsätter mer kapital vid utlåning till utsatta, lågt värderade bolag (kom ihåg att nuvarande regler enbart är ett minimikrav) och skulle därför motsäga Nykredits ovan nämnda framtidsvision. Mot detta kan dock i sin tur två invändningar framföras. Den första och mest uppenbara är att en stor del av den svenska bankmarknaden inte använder sig av ekonomiskt kapital och den andra är att det idag inte finns något som säger att ekonomiskt kapital verkligen överensstämmer med Baselkomitéens nya regler. Både Plesner och Lundberg talar om detta som något som ligger i framtiden. Nykredits hypotes om en ökad utgivning av junk bonds bör därför kunna stå fast, om en med ett litet förbehåll.

5.6.4. Utbudssidan: bankerna påskyndar obligationshandeln

En ytterligare anledning till att företag skulle gå från bankupplåning till obligationsupplåning, är att bankerna själva medverkar till detta. Enligt Sigbritt Isaksson på Riksbanken så har ju vissa banker redan en färdig beredskap för att möta en kommande ström av utgivningar (se ovan). Man kan fråga sig varför? Enligt en artikel i Affärsvärlden beror detta främst på två orsaker⁴⁴. För det första för att det är oundvikligt. Generellt sett är kostnaden för upplåning lägre på räntemarknaden jämfört med hos bankerna, vilket naturligtvis bankerna känner till. Det blir, enligt artikeln, för dem bättre att förbereda sig på det oundvikliga än att i det längsta försöka streta emot. För det andra för att bankerna själva vill höja sin lönsamhet och av den anledning skära ner på sin utlåning.

⁴² Plesner: *Økonomisk kapital – fundamentet i moderne bankdrift* s 6, i Finans/Invest nr 4, 2002

⁴³ Telefonintervju 2002-12-18

⁴⁴ Affärsvärlden: Skifte på obligationsmarknaden. Publicerad 1999-05-05. Hämtad från <http://www.affarsvarlden.se/skrivut.jsp?version=3113> 2002-12-20

Johan Törngren, finanschef på SAS, säger något liknande idet han menar att bankerna vill slimma sina balansräkningar och Törngren säger att företagsobligationer därför har ”blivit intressant för oss.”⁴⁵

⁴⁵ Svenska Dagbladet: *Utgivningar i strid ström från Vattenfall*. 2001-04-25

6. Junk bonds

Den i kapitel 4 nämnda kreditratingen ligger till grund för definitionen av junk bonds; junk bonds är obligationer som av S&P värderas till kreditbetyget BB eller lägre, eller som av Moodys värderas till Ba eller lägre. Det är dessa junk bonds som vi i det följande skall se på, i det att vi börjar med grundläggande samband, därefter ser på deras uppkomst och historik, dessutom på deras användningsområden samt de därtill hörande för- och nackdelarna.

6.1. Avkastning och yield spread

Att junk bonds är obligationer med lågt kreditbetyg betyder att de för investeraren utgör en mer riskfylld investering jämfört med investment grade bonds. Som tidigare nämnts baseras kreditinstitutens analys på främst två faktorer. För det första sannolikheten att företaget inte kan återbetala lånet och för det andra det skydd eller den säkerhet lånet utgör om detta skulle inträffa⁴⁶. Detta innebär i sin tur att investeraren kräver högre avkastning som kompensation. Man brukar i detta sammanhang tala om *yield spreaden* som är den skillnad i avkastning som föreligger mellan någon given junk bond och en riskfri placering, t.ex. statskuldväxlar⁴⁷. Åtskilliga studier har företagits i detta ämne, där intresset framförallt har riktats mot frågan huruvida investering i junk bonds har erbjudit en sk ”free lunch” dvs. om den genomsnittliga avkastningen även efter justering för utebliven betalning (läs konkurs) statistiskt är högre än den riskfria avkastningen. Studierna har allt som oftast visat att så faktiskt har varit fallet. Den klart viktigaste av dessa studier är den som Michael Milken gjorde som student på Wharton School i början av 1970.

6.2. Uppkomst och historik

Följande avsnitt är viktigt eftersom det ger en insikt i hur den moderna marknaden för junk bonds startade i mitten av 1970-talet. Detta är i sin tur viktigt när vi så småningom funderar kring en svensk marknad för junk bonds; historien visar att inget går av sig själv och allmänt sett så är det oftast enskilda personers insatser och engagemang som innebär den avgörande skillnaden – så även här. Läsaren ombedes förstå att denna uppsats inte är avsedd att vara en hyllningsskrift till Michael Milken, men det är ofrånkomligt att skriva den utan att på ett omfattande sätt se på hans insatser. Dels för att dessa faktiskt spelade en avgörande roll och

⁴⁶ Ross et al (1999) s 534 och Fridson (1989) s 27

⁴⁷ Hagerud (2002)

dels för att visa att marknaden, som vi skall se, inte skapades av sig själv; hårt arbete låg bakom.

6.2.1. Ett par historiska exempel

Den första utgivningen av junk bonds ligger relativt långt tillbaka i tiden: redan i början av 1900-talet gav JP Morgan ut \$225,6 miljoner för att kunna göra investeringar i en stålbransch som vid denna tidpunkt var under uppbyggnad⁴⁸. Flera andra exempel kan ges på liknande utgivningar där Yago t.ex. nämner företaget Computer-Tabulating-Recording som 1910 hade problem med försäljning av nyemitterade aktier, varför man istället gav ut \$7 miljoner i junk bonds med en avkastning på 6 procent. Detta företag blev så småningom mer känt som International Business Machines.

Under depressionen 1929 ökade marknaden av naturliga orsaker i det att många investment grade-obligationer blev sk *fallen angels*, dvs. obligationer emitterade som investment grade bonds men som efter utgivningen blivit omvärderade till junk bonds. I själva verket var det just dessa *fallen angels* som till stora delar upprätthöll nivån på junk bond-marknaden fram till den så kallade junk bond-revolutionen i mitten av 1970-talet.

6.2.2. Milken på Wharton

Som tidigare nämnts, så skrev Michael Milken sitt examensarbete på Wharton School i början av 1970-talet. Ämnet var den historiska yieldspreaden som han fann vara alltför stor i förhållande till den ökade risk det innebar att investera i junk bonds. Milken var inte den förste att konstatera detta; t.ex. hade Hickman kommit fram till samma sak 1958⁴⁹. Skillnaden var dock att Milken var den förste som fullt ut handlade enligt sina upptäckter.

6.2.3. Milken på Drexel: 70-tal

Kort efter sin examen fick Milken anställning på investmentbanken Drexel Firestone, senare mer känd som Drexel Burnham Lambert (i det följande benämnd som Drexel). Omgående började Milken handla och rekommendera andra institutionella placerare att handla i junk bonds och när dessutom en man vid namn Fredrick H. Joseph knöts till företaget 1974, började Milken på allvar driva igenom sina tankar om en helt egen marknad för junk bonds, där trängda företag

⁴⁸ Yago (1991) s 15

⁴⁹ Yago (1991) s 18

plötsligt skulle få nya möjligheter till att anskaffa kapital, möjligheter som tidigare inte existerade pga. en stelbent finansiell marknad där korta banklån med rörlig ränta dominerade på lånesidan. Joseph uttrycker det på detta sätt:

”Mike thought he could see some real potential there! Suddenly, all these companies that had never been able to raise any money were out there. We said to each other, 'Maybe we could sell their bonds.' ”⁵⁰

Vid denna tidpunkt, dvs. i början av 70-talet, utgjordes marknaden till 95 procent av företag värderade under investment grade med en sammanlagd omsättning på över \$35 miljarder.⁵¹ Att potentialen för en junk bond-marknad fanns där, var tydligt. Frågan blir ändå vad det var som gjorde att Milken och Drexel lyckades.

6.2.4. Två nyckelfaktorer

Svaret på denna fråga ges nog av främst två faktorer, om vilka de flesta historieskrivare på området verkar vara överens, nämligen stort nätverk och intensiv marknadsföring⁵². Vi nämnde tidigare att Milken, i och med sin anställning på Drexel, vågade handla i enlighet med de resultat han hade kommit fram till i sitt examensarbete. Med andra ord, Milken vågade ta den risk, som andra investment banker inte vågade eller ville, i och med att man redan i början av 70-talet började handla med junk bonds. Zey menar att man på detta sätt lyckades skapa en monopolställning som, när marknaden för junk bonds tog fart 1977 (Drexel kontrollerade då 75 procent av den då fortfarande lilla marknaden) och andra investment banker också blev intresserade, blev svår att rubba. Zey uttrycker det på följande sätt:

”The market was no more than a network of issuers and Drexel buyers with Drexel at the center”⁵³

Med andra ord var det Drexel som stod för likviditeten på marknaden och garanterade därmed dess existens, varför ett förtroende, eller om man så vill, ett nätverk byggdes upp. Troligen ligger här nyckeln till Drexels stora framgångar under resten av 70- och 80-talet: nätverket var så starkt och det ömsesidiga utbytet så ”intimt” att det för andra investment banker var svårt att slå sig in. Istället fick man försöka bygga nya kundkontakter, vilket inte bara tog tid, utan också var svårt då samtidigt Drexel utvidgade sina egna kontakter. Investment banken stod för 69 procent av det totala antalet utgivna junk bonds 1985, då marknaden nådde sin höjdpunkt⁵⁴.

⁵⁰ Yago (1991) s 21

⁵¹ Zey (1993) s 157

⁵² se tex Zey (1993) eller Ross et al (1999)

⁵³ Zey (1993) s 158

⁵⁴ Shapiro (1990) s 617

6.2.5. Kulturen på Drexel

Låt oss mer i detalj se på detta nätverk och hela den kultur som härskade på Drexel vid denna tidpunkt. Vi vill påpeka att följande uppgifter oftast härstammar från mer "ovetenskapliga" källor, detta eftersom många av de mer "seriösa" skrifterna inte valt att i någon större omfattning undersöka dessa förhållanden. Då vi tror att dessa spelar en viktig roll i förståelsen av den vid denna period framväxande junk bond-marknaden och dessutom kan ge intressanta infallsvinklar senare i uppsatsen, återger vi här ett kort sammandrag.⁵⁵

När Milken tog anställning på Drexel i början av 70-talet var företagskulturen där, som på de flesta andra investment banker vid denna tidpunkt, mycket traditionell. Denna var dock i sig till stora delar ett resultat av de marknadsförhållanden som rådde på den tiden, där bankernas intäkter bestod av fasta uppdragsavgifter och där man inte betraktade obligationer som något man spekulerade i; man såg på dem enbart som utlåning, vilket genererade en säker avkastning. Milken såg naturligtvis annorlunda på detta i det han såg potentialen i dessa lån och då särskilt dem som vid denna tidpunkt endast existerade genom *fallen angels*: nämligen junk bonds.

Milken var dessutom inte rädd för att argumentera för sin ståndpunkt; även företag långt ner på den "sociala skalan" var intressanta. Milken menade att det viktigaste var framtidsutsikterna, inte kreditinstitutens historiskt grundande betyg. Att en kulturkrock uppstod var därför i det närmaste oundvikligt och Milken blev därför mer eller mindre isolerad inne på Drexels kontor. Det fanns framskridna planer på att avskeda honom, egentligen främst med hänvisning till att hans kollegor inte gillade honom. Charles Huber, som satt med i Drexels styrelse vid denna tidpunkt och en av dem som stödde Milken, säger att:

"Mike survived the incredible insults of his peers by simply ignoring them and working harder."⁵⁶

Milken arbetade alltså hårt och mycket (han klarade sig på 4 timmars sömn) och trodde på sina idéer. Han lät sig inte bekommas av andras tycken och meningar; han överlevde dem och sin första tid på Drexel. Detta innebar dock inte att de kulturella skillnaderna överbyggades, vilket, i kombination med andra mer privata anledningar, föranledde Milken att flytta sin avdelning till sin födelsestat Kalifornien. Milken kunde nu bygga upp och anställa såsom han själv önskade. Glamour och lyx fanns inte på hans avdelning utan allting han skapade var mycket arbetsorienterat. Till exempel byggdes kontoret upp som ett X med

⁵⁵ Uppgifterna i detta avsnitt är till största hämtade ur Bailey (1992) s 26 ff. Endast direkta citat är återgivna med fotnoter

⁵⁶ Bailey (1992) s 27

Milken placerad i mitten, så att han hela tiden hade uppsikt över det som pågick. En av de anställda på kontoret beskrev arbetet:

”We get up at 4 a.m. and we don’t go out to lunch and we don’t take personal calls, we don’t tell jokes, don’t talk about the ball game. No one in America works as hard as we do”⁵⁷

Efter att Milken själv har redogjort för sin arbetsdag, som oftast börjar innan fem på morgonen och därefter går i ett med avbrott för några minuter korta ätpauser, säger han:

”When I’m exhausted I go home and get ready for the next day.”⁵⁸

6.2.6. Milken på Drexel: 80-tal

På 80-talet ökade Milkens framgångar ytterligare. Det var då som junk bonds började användas för LBO och fientliga företagsuppköp, något som kommenteras mer nedan under avsnittet om användningsområden. Drexel nådde sin absoluta höjdpunkt 1984 då företaget behärskade omkring 70 procent av marknaden för junk bonds.⁵⁹ För att förstå Drexel unika ställning kan t.ex. nämnas att när ett företag samma år lade ett bud på Gulf Oil Co. så skaffade sig Milken kundunderlag för en utgivning av junk bonds till ett värde av 1,7 miljarder dollar på bara ett par dagar⁶⁰.

En rad omständigheter gjorde att junk bond-marknaden punkterades mot slutet av 80-talet. Den främsta är att Drexel gick i konkurs i februari 1990. Detta berodde nog i mångt och mycket på att Drexel hade gjort sig av med Milken som en del av en uppgörelse banken hade gjort med SEC⁶¹, efter att den 1988 hade blivit fälld för bedrägeri⁶². Det fanns då också personliga misstankar riktade mot Milken och efter att ha erkänt bedrägeri blev han i november 1990 dömd till tio års fängelse.

Som vi kommer se senare, så lyckades junk bond-marknaden i USA relativt snabbt komma igång efter krisåren 90-91, med nya stora utgivningar redan 1992. Eftersom inte perioden härefter, som vi har förstått det, på samma sätt har en sådan anmärkningsvärd historia att visa upp, jämfört med Drexel och Milken, lämnar vi historiegenomgången här och går vidare.

⁵⁷ Bailey (1992) s 33

⁵⁸ Bailey (1992) s 35

⁵⁹ Larsson, Nilsson (1990) s 48

⁶⁰ Larsson, Nilsson (1990) s 52. Vilket det uppköpande företaget är framgår inte, bara att det var en sk ”företagspirat” dvs. de rörde sig om ett fientligt uppköp.

⁶¹ Security and Exchange Commission, ungefär motsvarande Finansinspektionen.

⁶² Larsson, Nilsson (1990) s 55

6.3. Publik marknad

När vi ovan talar om en marknad för junk bonds, så avser vi obligationer utgivna som public debt, dvs. offentligt utgivna obligationer. Detta kan låta triviellt, eftersom man annars inte skulle behöva en marknad; privat utgivna obligationer kräver ju ingen speciell marknadsplats eller några speciella mellanhänder, i det här fallet investment banker. Skillnaden mellan dessa två är dock större och viktigare än var och på vilket sätt de handlas, eftersom privata placerare ofta kräver större säkerhet för att låna ut pengar. Ett sätt att göra detta på är t.ex. att sluta avtal om fler *covenants*⁶³. Dessutom tar detta sig i uttryck genom en högre krävd avkastning; en studie visar att yield to maturity är 0,46 procent högre på privata lån jämfört med liknade publika⁶⁴. Detta innebär två för företagen väsentliga argument till fördel för publik upplåning och det var alltså en sådan marknad som Drexel skapade.

Yago uttrycker det på följande sätt:

”The opening of the high yield bond market gave issuers affordable access to fixed-rate funding, without the covenants and restrictions associated with bank loans and private placement. By issuing high yield bonds, corporations could also avoid costly and dilutive common stock offerings. In short, the high yield market allowed noninvestment grade companies to raise funds faster, cheaper, and with fewer negotiations.”⁶⁵

Taggart och Perry skriver:

”...junk bonds have allowed lower-grade firms to raise larger amounts of money in a shorter period than would be possible from negotiated sources. Junk bonds also tend to have fewer restrictive covenants and more liberal call provisions than many types of negotiated debt.”⁶⁶

Det är alltså tydligt att den marknad som uppstod i många stycken innebar klara fördelar för företag med lågt kreditbetyg och kanske inte bara fördelar: i många fall var det fråga om överlevnad eller inte.

6.4. För- och nackdelar med upplåning

Efter att ha sett på junk bond-marknadens uppkomst och framväxt och framförallt fokuserat på Drexel och Milkens roll i denna, så skall vi nu se på för- och nackdelar med junk bonds.

⁶³ Shapiro (1990) s 581

⁶⁴ Ross et al (1999) s 542

⁶⁵ Yago (1991) s 25

⁶⁶ Taggart och Perry i Stern och Chew (1998) s 209

När man talar om kapitalanskaffningsmetoder utifrån balansräkningen, är det två huvudalternativ som föreligger, nämligen eget kapital och skulder. Eftersom det förra hör till genomgången av venture capital kommenteras det inte i detta avsnitt. Junk bonds faller alltså under skulder, varför en genomgång av de generella anledningarna till skuldsättning får bli vår inledning.

När Modigliani och Miller (MM) skrev sina numera världsberömda artiklar om företagets kapitalstruktur, fanns ett par viktiga förenklingar med i bilden⁶⁷. För det första antog MM en värld utan skatter och för det andra antog de att *financial distress costs*⁶⁸ inte existerade. Givet dessa antaganden så visade MM att kapitalstrukturen saknade betydelse för värdet på företaget, eftersom en placerare alltid på egen hand kan belåna sitt innehav i ett företag hur han vill och därmed kompensera för ett företags eventuella ovilja till upplåning. Om man däremot häver dessa båda antaganden så får man ett argument för och ett argument mot ökad upplåning; införandet av skatt innebär att en sk skattesköld uppstår, eftersom räntekostnader är avdragsgilla. Å andra sidan innebär införandet av *financial distress cost* att en alltför hög upplåning gör dessa kännbara; de kan ta sig uttryck både som direkta kostnader (kostnad för likvidation) och indirekta kostnader (sk *agency costs*).⁶⁹ Vi kan identifiera följande för- och nackdelar med hjälp av Shapiro:⁷⁰

Fördelar med upplåning jämfört med eget kapital

1. Räntekostnader är avdragsgilla
2. Långivarna har inte obegränsad rätt till vinsten, utan den inskränker sig till en förutbestämd ränta
3. Långivarna kan inte rösta, dvs. de har inget inflytande på ägarna
4. Utgivning av obligationer är generellt sätt billigare jämfört med utgivning av aktier
5. Skulder innebär ett skydd mot en oväntat hög inflation

Nackdelar med upplåning jämfört med eget kapital

1. Ökad upplåning ökar den finansiella risken [vilket är särskilt ofördelaktigt för start-up företag⁷¹]
2. Kostnaden för eget kapital ökar [MM proposition 2]
3. Obligationer medför vanligtvis ”*restrictive covenants*”, vilket begränsar företagets finansiella såväl som operationella handlingsutrymme
4. Kostnaden för upplåning blir högre vid en lägre inflation än förväntat

⁶⁷ För en genomgång av MMs propositioner, se tex Shapiro (1990) s 431 ff

⁶⁸ Eftersom ingen bra svensk översättning finns, använder vi här och fortsättningsvis det engelska uttrycket

⁶⁹ Ross et al (1999) s 398 ff

⁷⁰ Shapiro (1990) s 377

⁷¹ Se t.ex. Ward i kurskompendium FEK 561

6.4.1. Fördelar med junk bonds

Vi kan härifrån gå till att se på de speciella fördelarna med junk bonds jämfört med vanliga obligationer. Dessa är, som vi kommer att se, egentligen inte speciellt många.

Den första och kanske mest avgörande skillnaden ligger i antalet obligationer som företaget kan ge ut. Detta har i sin tur, till viss del, att göra med den under nackdelar framförda punkt 3, som säger att företagets spelutrymme minskar pga *covenants*. Eftersom dessa generellt sett är lägre för junk bonds⁷², så möjliggör det en större upplåning. En annan anledning är det lägre kostnader som är förenande med junk bond-utgivning; den likvida marknaden har gjort att man i USA snabbt har kunnat få utgivna junk bonds att möta investerare till lägre avkastning. Allt annat lika, ju likvidare marknad desto lägre ränteutbetalning för företaget. Detta eftersom en likvid andrahandsmarknad av investerare värderas högt, särskilt i tider av hög marknadsvolatilitet, eftersom man då mer ofta önskar att kunna gå in i och ut ur marknaden.⁷³ Sammantaget innebär detta alltså möjligheter till ökad upplåning och Ross et al uttrycker det på följande sätt:

”Whereas a firm can only issue a small amount of high-grade debt, the same firm can issue much more debt if low-grade financing is allowed as well.”⁷⁴

Junk bonds kan alltså innebära tillgång till projekt som annars inte skulle vara tillgängliga. Detta kan t.ex. vara nyinvesteringar i största allmänhet, omläggning av lån, *leveraged buy outs* (LBO) och fientliga uppköp, faktorer som vi mer i detalj tar upp i avsnittet om användningsområden. En annan positiv implikation av den ökade upplåningen är den större skattesköld som företaget kan dra nytta av; skatteskölden ökar ju dessutom av två anledningar: dels för att upplåningen i absoluta tal är större, men också eftersom räntekostnaderna i sig är högre.

Naturligtvis finns det, åtminstone teoretiskt, en ”trade off” mellan dessa fördelar och de nackdelar som ökad upplåning innebär, främst representerad av ökade *financial distress costs*, men då upplåningen är en möjlighet och inte en skyldighet för företaget så kan detta välja upplåning så att den möter den ”trade off” det har.

Sammanfattningsvis ligger alltså den stora fördelen med junk bonds i den större mängd som företaget har möjlighet att ge ut, kombinerat med de färre begränsade avtalen (*covenants*) och de, relativt sett, lägre kostnaderna. En annan aspekt är den enkelhet genom vilken marknaden fungerar på; typiskt sett går det snabbare och enklare att ge ut junk bonds. Detta beror dock i sin tur mycket på hur likvid marknaden är, och är alltså inte en fördel som uppstår per automatik, utan är främst ett resultat av gott marknadsskapande, dvs. precis det som vi tidigare nämnde som en av Milkens största förtjänster.

⁷² Taggart och Perry i Stern och Chew (1998) s 209

⁷³ Taggart och Perry i Stern och Chew (1998) s 208

⁷⁴ Ross et al (1999) s 535

6.4.2. Nackdelar med junk bonds

Med allt detta sagt, så bör man ju naturligtvis komma ihåg att företagen får betala för sina junk bonds; avkastningen kan ligga mellan alltifrån 300 bp och uppåt, över den riskfria räntan, dvs. i många fall blir det en betydande kostnad som skall vägas mot de ovan givna fördelarna.

6.5. Användningsområden

Vad har då junk bond-företagen använt sitt kapital till. Den som har gjort de mest omfattande studier på detta område är Glenn Yago, verksam bla vid *the Milken Institute, Santa Monica*. Låt oss börja med att se på följande tabell:

Tabell 10. "Use of proceeds". Yago s. 37

Year	Corporate Growth				Acquisition Financing				Takeover Financing			Secondary
	Net Proceeds to Issuer	General Corporate Purposes	Refinancing Bank Debt	Refinancing Other Debt	Recap.	Friendly Acqui.	Possible Future Acqui.	LBO	Refin. Acqui. Debt	Unso-lolicited Acqui.	Refin. Acqui. Debt	Selling Security Holders
1980 (N = 161)	5,350.3 (%)	2,391.9 (44.71)	2,162.7 (40.42)	402.3 (7.52)		7.0 (0.13)	42.6 (0.80)		252.6 (4.72)			91.0 (1.70)
1981 (N = 122)	3,689.2 (%)	2,296.1 (62.24)	1,012.4 (27.44)	99.1 (2.69)		17.8 (0.48)	104.3 (2.83)		159.4 (4.32)			
1982 (N = 150)	5,866.7 (%)	2,953.2 (50.34)	1,727.8 (29.45)	553.9 (9.44)		245.9 (4.19)	121.3 (2.07)		75.9 (1.29)			189.1 (3.22)
1983 (N = 256)	14,724.1 (%)	8,060.6 (54.74)	4,130.2 (28.05)	1,177.2 (8.00)	20.0 (0.14)	641.8 (4.36)	170.8 (1.16)		402.9 (2.74)			120.8 (0.82)
1984 (N = 209)	16,325.5 (%)	6,160.2 (37.73)	5,244.2 (32.12)	1,716.9 (10.52)		464.0 (2.84)	344.8 (2.11)	1259.3 (7.71)	1125.3 (6.89)			13.2 (0.08)
1985 (N = 345)	21,309.1 (%)	9,848.3 (46.22)	4,207.7 (19.75)	1,360.5 (6.36)	32.7 (0.15)	741.7 (3.48)	1027.1 (4.82)	1720.1 (8.07)	1914.1 (8.98)		183.8 (0.86)	273.0 (1.28)
1986 (N = 499)	45,996.2 (%)	14,468.4 (31.46)	7,857.6 (17.08)	5,037.9 (10.95)	546.8 (1.19)	5,525.6 (12.01)	1,781.5 (3.87)	655.0 (1.42)	6,000.2 (13.04)	2,413.8 (5.25)	1,087.5 (2.36)	622.2 (1.35)
Total (N = 1742)	113,261.1 (%)	46,178.7 (40.77)	26,342.6 (23.26)	10,347.8 (9.14)	599.5 (0.53)	7,643.8 (6.75)	3,592.4 (3.17)	3,634.3 (3.21)	9,930.4 (8.77)	2,413.8 (2.13)	1,271.3 (1.12)	1,309.3 (1.16)

Note: Dollar amounts are in millions.
N = number of issues.

Source: Drexel Burnham Lambert, Inc.

Yagos studie sträcker sig från 1980 till 1986, alltså under den "hetaste" perioden enligt det vi tidigare såg på. Han delar in användningsområdena i fyra huvudområden, nämligen *corporate growth*, *acquisition financing*, *takeover financing* och *secondary*⁷⁵. Eftersom den sistnämnda är så pass liten kommer vi inte närmare ta upp denna, utan vi fokuserar istället på de övriga tre områdena och börjar med det första, alltså *corporate growth*.

⁷⁵ Secondary i betydelsen sekundär finansiering

6.5.1. Användningsområde 1: företagstillväxt

Det sammantaget vanligaste användningsområdet är *general corporate purposes*, som i undersökningen står för drygt 40 procent av det anskaffade kapitalet. Exempel på detta område är tex investering i produktionsutrustning, (anläggnings)tillgångar och utgifter för rörelsekapital.

Ett annat viktigt användningsområde är återfinansiering, dvs. omläggning, av skulder, där återfinansiering av banklån utgjorde 23,26 procent av det totala kapitalet. Utan att ha någon undersökning till handa för de senaste åren, så verkar dessa två även idag höra till de mer vanliga användningsområdena. Det som faller under *general corporate purpose* verkar t.ex. ha spelat en viktig roll för IT-företagen under senare år. Denna bransch har ju bla kännetecknats av mycket stora investeringar, där börserna, den osannolika utvecklingen t.o.m. mars 2000 till trots, inte har kunnat frambringa tillräckligt med kapital. Exempel är Internetserviceföretaget PSINet som i november 1999 gav ut junk bonds för \$753 miljoner, vilket gav dem skulder på \$2,9 miljarder, medan marknadsvärdet uppgick till \$3,6 miljarder.⁷⁶

Level 3, ett annat IT-bolag, lyckades i april 1998, som dåvarande start up-företag, anskaffa den dittills under 90-talet enskilt högsta summan genom junk bonds, nämligen \$2 miljarder⁷⁷. Pengarna användes i satsningen på att bygga ett rikstäckande nätverk i USA.

Det finns flera anledningar till varför ett företag väljer att lägga om sina lån till junk bond-upplåning. En är att företagen helt enkelt vill skjuta återbetalningen på framtiden och därför konverterar lånet till en längre löptid; naturligtvis blir räntekostnaderna högre, men om företaget befinner sig i en illikvid situation torde detta vara av underordnad betydelse. Precis det här var fallet för Corn Products International som 1999 konverterade sitt femåriga lån i Citigroup till junk bonds; räntekostnaderna blev högre men återbetalningen sköts på framtiden⁷⁸.

6.5.2. Användningsområde 2: finansiering av förvärv

Punkt två av de fyra huvudpunkterna i tabell 10 är finansiering av förvärv (*acquisition financing*) där *leveraged buyout* (LBO) ingår. Denna förvärvsmetod har allt sedan den, med junk bonds som skuldsättningsmedel, kom igång i mitten av 80-talet varit mycket omdiskuterad och säkerligen bidragit till att ge junk

⁷⁶ [Inter@ctive Week](http://hugin.lub.lu.se/cgi-bin/ftxt/ebsco/10787259_1999_6_50/2593716), (1999-12-06) *Internet companies rush to junk bond markets*. Hämtad från http://hugin.lub.lu.se/cgi-bin/ftxt/ebsco/10787259_1999_6_50/2593716 (2002-11-18)

⁷⁷ [Inter@ctive Week](http://hugin.lub.lu.se/cgi-bin/ftxt/ebsco/10787259_1998_5_16/571309), (1998-04-27) *Level 3 sells junk bonds*. Hämtad från http://hugin.lub.lu.se/cgi-bin/ftxt/ebsco/10787259_1998_5_16/571309 (2002-11-18)

⁷⁸ [Corporate Financing Week](http://hugin.lub.lu.se/cgi-bin/ftxt/ebsco/10641912_1999_25_35/2222752) (1999-08-30) *Corn Products harvests \$200 in bond market debut*. Hämtad från http://hugin.lub.lu.se/cgi-bin/ftxt/ebsco/10641912_1999_25_35/2222752 (2002-11-18)

bonds ett dåligt rykte bland allmänheten. Altman anger LBO som den klart mest kontroversiella aspekten vad avser junk bond-finansiering.⁷⁹

Debatten kan sägas stundtals ha antagit oproportionerlig storlek i förhållande till förvärvsmetodens andel av det totala införskaffade och använda kapitalet; tabellen visar att 3,21 procent har använts till LBO. Nu bör man ju dock komma ihåg att det rör sig om över \$3,6 miljarder i absoluta tal och att skillnaden snarare ligger i jämförelsen inga LBO- få LBO, än i få LBO- många LBO, dvs. att de förekom överhuvudtaget är det intressanta här.

Som namnet antyder innebär LBO att man genom skulder köper ut ett företag, dvs. man går den omvända vägen från publikt till privat bolag.⁸⁰ Det verkar råda en begreppsförvirring kring LBO, idet att inte alla författare och skribenter på området skiljer på LBO av ett företag utförd av företagets egen ledning eller ett annat företags ledning. Yago skiljer emellertid på dessa genom att kalla det förstnämnda *management buyout* (MBO) och det sistnämnda just *leveraged buyout*, vilket också är den uppdelning som vi i det följande kommer att använda oss av.⁸¹

Som vid de flesta andra förvärv/uppköp så sker en LBO/MBO typiskt sett när företagets aktier värderas lågt. Eftersom skuldbördan för det uppköpande företaget blir stor och i det långa loppet oftast ohållbar, så företas LBOs generellt sett med syftet att det uppköpta bolaget åter skall bli uppköpt inom en inte alltför avlägsen framtid⁸² Ross et al anger härvidlag två kritiska punkter för att en LBO skall bli framgångsrik: kassaflödet måste täcka det större räntekostnaderna och det utköpta företaget måste vara attraktivt för nya uppköpare inom en inte alltför avlägsen framtid.⁸³ Som ett alternativ till kassaflödesfinansiering av lånekostnaderna, kan anges försäljning av tillgångar.⁸⁴

För att förstå junk bonds betydelse vid LBOs som förvärvsmetod bör man för det första komma ihåg den generellt sett lägre kostnaden för skulder jämfört med eget kapital. Skuldsättning ämnad för LBO, kan naturligtvis ske genom andra sätt än junk bonds, emellertid har junk bonds utgjort en stor del av denna upplåning; Yago anger att emedan junk bonds endast har stått för 8 procent av alla förvärv och samgåenden, så har samma finansieringssätt stått för mellan 25-30 procent vid LBO/MBO.⁸⁵ För att förstå detta måste vi återknyta till det vi tidigare sagt, nämligen att företaget vid försäljning av junk bonds kan få in mer kapital under enklare förhållanden jämfört med investment grade-obligationer.

⁷⁹ Ross et al (1999) s 537

⁸⁰ För en genomgång av LBO se tex Ross et al (1999) s 455 ff

⁸¹ Yago (1991) s 116-117. Notera att det även finns LBO, där andra personer än företagets ledning utgör en betydande andel av aktieägarna efter utköpet.

⁸² Ross et al (1999) s 455. Författarna anger tidsperioden för ett nytt uppköp till mellan 3-7 år.

⁸³ Ross et al (1999) s 455

⁸⁴ Yago (1991) s 117

⁸⁵ Yago (1991) s 108

Naturligtvis är det inte så att företagen genomför LBO enbart finansierat med junk bonds. Altman anger den typiska sammansättningen till 60 procent bank- och försäkringslån, 10-15 procent eget kapital och resterande 25-30 procent finansierat med junk bonds.⁸⁶

Varför har då LBO fått utstå så mycket kritik som förvärvsmetod? Det finns flera anledningar till detta, av vilka några återges här:

1. Den höga skuldsättningsgraden – det var inte ovanligt med 6 gånger så mycket skulder jämfört med eget kapital⁸⁷.
2. Det kortsiktiga tänkandet – några hävdade att LBO enbart var ett sätt att tjäna kortsiktiga pengar utan att ta långsiktigt ansvar för företaget och dess verksamhet⁸⁸.
3. Effekten på arbetsmarkanden – flera blev arbetslösa när företagen fick nya ledningar, delvis beroende på att man för att klara räntekostnaderna skar ned på företagen genom att sälja av tillgångar⁸⁹.

6.5.3. Användningsområde 3: fientliga uppköp

Det tredje huvudsakliga användningsområdet som tas upp i tabell 10, är det som kallas *takeover financing*. Yago använder uttrycket för det som på svenska brukar benämnas fientliga uppköp, dvs. uppköp av ett företag mot det uppköpta företagets vilja. Detta förutsätter naturligtvis ett publikt ägande och skillnaden jämfört med LBO är att bolaget fortsätter att vara publikt även efter uppköpsförfarandet. Den låga andelen av junk bond-finansierat kapital, 3,25 procent av det sammanlagda kapitalet, står enligt Yago inte i proportion till det negativa utrymme som denna förvärvsmetod har fått i media och bland allmänheten⁹⁰. (invändningarna har i stort sett varit de samma som vid LBO) Yago pekar istället på, vilket vi redan tidigare har nämnt, den flexibla och kostnadseffektiva kapitalanskaffningsmetod som junk bonds innebär och då framförallt för att, vilket framgår av tabellen, finansiera köp av tillgångar, utveckling av produkter och nya investeringar.⁹¹

Vad har då hänt efter 1986? Vi kan då använda oss av en undersökning som finns med i Fabozzi, som visar användandet av införskaffat kapital mellan 1987-1992⁹²

⁸⁶ Ross et al (1999) s 537

⁸⁷ Altman i Ross et al (1999) s 537

⁸⁸ Yago (1991) s 119 som i sin tur återger *the Congressional Research Service Report*, i en rapport från 1987

⁸⁹ Ross et al (1999) s 538

⁹⁰ Yago (1991) s 36

⁹¹ Yago (1991) s 48

⁹² Fabozzi (1994) s 312

Tabell 11. "Use of proceeds for New Issue High- Yield Bonds, 1987-1992". Efter förlaga Fabozzi s. 312

Use of proceeds for New Issue High-Yield Bonds, 1987-1992 (Dollars in millions)

	1987		1988		1989		1990		1991		1992	
	Amount (\$)	%	Amount (\$)	%	Amount (\$)	%	Amount (\$)	%	Amount (\$)	%	Amount (\$)	%
Acquisition	2,571	7%	4,805	14%	959	3%	-	-	546	6%	1,651	4%
Repay acquisition debt	6,074	18	6,170	17	7,351	23	1,000	80%	633	7	5,106	14
General refinancing	4,447	13	5,481	15	4,155	13	250	20	5,924	64	24,865	66
Internal growth	2,572	8	615	2	1,598	5	-	-	607	7	3,740	10
Leveraged buyout (LBO)	6,708	20	4,134	12	959	3	-	-	-	-	-	-
Repay LBO debt	7,597	22	9,781	28	12,146	38	-	-	1,506	16	-	-
Recapitalization	3,792	11	3,759	11	4,794	15	-	-	-	-	2,440	6
Troubled recapitalization	500	1	513	1	-	-	-	-	-	-	-	-

Note: Debt at face value

Terminologin är här något annorlunda jämfört med föregående tabell, vilket naturligtvis försvårar tolkningen något. Ett par saker är dock värda att notera. För det första så bör noteras att LBO stod för en mycket större andel 1987 jämfört med 1986 i föregående tabell, närmare bestämt 20 procent jämfört med 1,4 procent. Naturligtvis skall man, ta jämförelser mellan olika undersökningar av samma fenomen med en nypa salt, men eftersom skillnaden här dock är så markant så måste det rimligtvis tillskrivas andra orsaker än enbart olika mätmetoder. Den torde alltså visa på den ytterligare ökning av LBO som skedde under 1987, 88 och 89. Den hittills största genomförda LBO:n är den som KKR⁹³ genomförde 1989 på RJR Nabisco på ungefär \$25 miljarder. Drexel som stod för junk bond-finansieringen i denna affär tjänade ungefär \$600 miljoner i ett svep.⁹⁴ Notera att själva upplåningen måste ha gjorts åtminstone året före, eftersom använt kapital för LBO 1989 endast uppgår till \$959 miljoner; vi nämnde ju tidigare att företagen vid denna tidsperiod typiskt finansierade ungefär 25-30 procent av LBO:n med junk bonds.

Ett annat faktum som tabellen visar, är marknadens punktering 1990 och 1991: endast \$1,25 miljarder emitterades 1990, samtidigt som *default rate* var mycket hög (10,1 procent)⁹⁵. Störst *yield spread* nåddes i januari 1991, dvs samtidigt som amerikanska marktrupper invaderade Irak⁹⁶. Efter dessa krisår tog, i motsats till många experters åsikter, marknaden åter fart för att i slutet av 90-talet bli större än någonsin⁹⁷.

⁹³ Kohlberg Kravis Roberts, Inc.

⁹⁴ Zey (1993) s 9

⁹⁵ Ross et al (1999) s 536

⁹⁶ Fabozzi (1994) s 316

⁹⁷ Ross et al (1999) s 536

6.6. Junk bonds inverkan på företagsproduktiviteten

Efter att ha sett på marknaden för junk bonds ur utgivarens perspektiv genom att se på dess historik och uppkomst, vilka anledningar som finns för företagen att ge ut sådana, vilka användningsområden som historiskt sett har förekommit, skall vi nu se på vilka konsekvenser utgivningen har för företagens verksamhet genom att se på skillnaden mellan några produktivetsmått före och efter en utgivning.

Följande studier är i huvudsak utförda av Yago men hänvisningar görs även, i förekommande fall, till andra studier. Det första vi kan se på är junk bond-utgivningens inverkan på anställningsförändringen eller arbetstillväxten, där Yago utgick från tidigare studier som visade att ökad upplåning hade en positiv effekt på produktivitet och tillväxt.⁹⁸

Yago visar på en förändring på 6,8 procent i arbetstillväxt för junk bond-finansierade företag medan motsvarande siffra för alla företag, exklusive junk bond-finansierade sådana, endast uppgår till 1,4 procent.⁹⁹ Yago pekar på det faktum att eftersom övriga bolag stod för en negativ arbetstillväxt under år 1980-1983, och under 1984-86 stod för endast en liten uppgång, så stod junk bond-finansierade bolag för en stor del av den totala arbetstillväxten under perioden 1980-86, närmare bestämt 82 procent.¹⁰⁰

En annan intressant jämförelse som Yago gör mellan bolag med och utan junk bonds, är den som visar skillnaden i produktivitet; genomsnittlig tillväxt i försäljning per anställd uppgick till 3,1 procent årligen för junk bond-finansierade bolag, jämfört med 2,4 procent för icke finansierade dito.¹⁰¹

Efter att ha gått igenom dessa och andra positiva effekter som junk bond-finansiering historiskt sett har haft, ställer sig Yago frågan varför denna finansieringsmetod ändå har fått utstå så mycket kritik. Yago nämner i princip följande tre punkter¹⁰² (av vilka några läsaren torde känna igen sedan tidigare):

1. Chefer för investment grade-företag har ansett att junk bonds ”förokropspligar hänsynslösa överdrifter på Wall Street” idet att junk bond-marknaden gjorde det möjligt för *corporate raiders* att även ge sig på de stora företagen.
2. Samma chefer har inte sett med välvilja på den uppkomna marknaden eftersom det innebar att junk bond-företagen mer effektivt kunde konkurrera med investment grade-företagen om kapitalanskaffning.
3. Efter att investerarna i stort sett, mer eller mindre pga. flockbeteende, hade investerat i allt vad junk bonds hette fram till 1989, så gick luften helt ur efter kraschen 1990 och de dåliga bolagen gick omkull. Detta skapade en misstro mot hela marknaden, vilket också gick ut över de bra investeringsmöjligheter

⁹⁸ Yago (1991) s 52

⁹⁹ Yago (1991) s 52-53

¹⁰⁰ Yago (1991) s 54

¹⁰¹ Yago (1991) s 61

¹⁰² Yago: *Junk Bonds*. Hämtad från <http://www.econlib.org/library/Enc/JunkBonds.html> (2002-11-12)

som förelåg. [Detta mönster verkar inte så lite likna IT-kraschen 2000, något som dock inte hade inträffat när Yago skrev ovanstående]

6.7. Omläggning av skulder – defensiv strategi

En annan konsekvens som utgivandet av junk bonds naturligtvis kan ge upphov till är det som vi ovan kallade för *financial distress*. Det kan därför vara intressant att här nämna en studie av Asquith et al som har undersökt hur junk bond-finansierade företag som är utsatta för *financial distress* agerar för att undvika konkurs¹⁰³. Författarna resonerar alltså inte kring den eventuellt större sannolikheten hos junk bond-företag att bli utsatta för *financial distress* jämfört med investment grade-företag utan väljer istället ut de företag som är i *financial distress* för att se hur dessa löser detta problem. Deras undersökning knyter på en punkt an till det som vi ovan har sagt om användningsområde, nämligen det som författarna kallar för *public debt restructurings*. När vi ovan talade om lägga om sina lån från t.ex. banklån till junk bonds, menar författarna här ett återkallande av junk bond-lån, vanligtvis i utbyte mot kontanter eller andra säkerheter. Undersökningen visar att bland de 76 företag som ingick i den, gick samtliga i konkurs som inte i någon grad återkallade sina publika lån eller sålde av från sina tillgångar. Vi vill alltså med detta exempel betona den skillnad som ligger i att lägga om sina lån i ett expansivt syfte, jämfört med att göra det i ett försvarande syfte, som den här nämnda artikeln delvis handlar om.

¹⁰³ Asquith, Gertner och Scharfstein : *Anatomy of financial distress: an examination of junk-bond issuers*. Quarterly journal of economics no 3, 1994

7. Venture capital

7.1. Inledning

Vi skall i det följande se på venture capital som finansieringsform för företag, idet vi kommer att definiera begreppet, ge en kort historisk tillbakablick, se på för- och nackdelar samt beskriva begreppet "exit" i detta sammanhang. Genomgående för denna uppsats är att vi belyser de olika ämnesområdena ur ett företagarperspektiv och så även här; därför kommer ingen närmare genomgång av tex den historiska avkastningen eller venture capital-bolagens urvalskriterier att göras, såvida det inte tjänar syftet att beskriva kapitalanskaffningsmetoden ur ett företagsperspektiv.

Ur ett balansräkningsperspektiv finns det två olika sätt för ett företag att anskaffa kapital på; antingen genom skulder eller eget kapital. Venture capital faller under det senare alternativet, dvs eget kapital. Kortfattat skulle man därför kunna definiera venture capital som aktiekapital för nystartade företag. Men denna definition saknar en viktig aspekt, nämligen det aktiva ägandet som detta aktiekapital för med sig, något som skiljer det från aktiekapital längre fram i företagets utveckling. Det är t.ex. inte ovanligt att venture capital-bolaget har en representant med i det unga företagets styrelse¹⁰⁴.

I det följande kommer vi att använda uttrycket venture capital; enligt gängse traditioner kan detta översättas till riskkapital på svenska. Detta är dock en något tveksam översättning eftersom riskkapital verkar ha en något bredare betydelse; enligt branschorganisationen för venture capital så är även statliga krediter från t.ex. ALMI¹⁰⁵ riskkapital och man kan därför säga att venture capital alltid faller in under definitionen av riskkapital, medan det omvända inte gäller.

7.2. Historik

Uttrycket "redan de gamla grekerna" skulle nästan kunna användas när man talar om venture capital som historiskt fenomen; man har åtminstone historiska belegg för att enskilda investerare sköt in riskkapital till verksamhetsprojekt redan på romartiden. Detta är ju i sig egentligen självklart sett till den vida definitionen man idag ger venture capital; även entreprenörens eget satsade kapital räknas ju hit.

¹⁰⁴ Isaksson: *Venture capital – begrepp och definitioner*. Ur SVCAs medlemsmatrikel 2000.

Hämtad från http://www.vencap.se/article_view.asp?ArticleID=10 2003-01-09

¹⁰⁵ Statlig företagspartner som verkar för tillväxt i små företag.

Att det finns investerare som är beredda att satsa kapital i yngre företag med tillväxtpotential är alltså i sig intet nytt, men att starta företag som enbart koncentrerar sig på att försörja andra företag med kapital och kompetens är däremot relativt nytt. Denna affärsidé växte sig stor i efterkrigstidens USA, när de många tekniska framstegen skulle tas tillvara och förvaltas. Ett av första bolagen var det i Boston belägna *American Research and Development Corporation*, som grundades av personer från MIT och Harvard men också från det lokala näringslivet. I och med framväxten av dessa venture capital-bolag krävdes också nya arbetsmetoder. För att kunna driva sin affärsidé på ett livskraftigt sett blev aktivt ägande och kompetenstillförsel viktiga begrepp. Venture capital-bolagen hade helt enkelt inte råd till något annat; fallerade investeringsprojekten så föll också bolagen själva och därmed hela affärsidéen.

Att de amerikanska venture capital-bolagen växte sig starka efter kriget berodde emellertid inte enkom på det behov som fanns att ta vara på de tekniska framstegen som hade gjorts under kriget utan också på de pengar som den amerikanska staten avsatte till tekniska projekt för att kunna tävla med Sovjetunionen i rymden, något som tog verklig fart i och med Sovjets uppskjutande av Sputnik 1957¹⁰⁶. USA administrerade dessa pengar genom att avsätta dem till speciella fonder från vilka venture capital-bolagen sedan kunna söka om att få ta del av. Med andra ord skulle man kunna säga att de amerikanska förhållanden frambringade både tekniska innovationer och tillgång till kapital, båda faktorer som bidrog till denna branschs starka tillväxt efter kriget.

Hur ser då de svenska förhållanden ut efter kriget? Självklart har inte Sverige deltagit i någon ”sputniktävling” eller liknande utan här är venture capital-branschen relativt ny. De första venture capital-bolagen bildades på 70-talet, varpå marknaden expanderade i början av 80-talet i och med införandet av en OTC-lista då ett 30-tal venture capital-bolag bildades¹⁰⁷. Men det är egentligen inte förrän i mitten av 90-talet som den tagit riktig fart då det även skapades utrymme för flera mindre, ”nischade” bolag¹⁰⁸. Bland dagens marknadsaktörer är sjätte AP-fonden, Industrifonden och Skandia de allra största¹⁰⁹.

Vilka tendenser ser man på marknaden idag? För det första kan man peka på den höga omsättningen av venture capital-bolag under senare år. Bara i fjol försvann 50 företag samtidigt som 40 nya etablerade sig¹¹⁰.

¹⁰⁶ Gompers, Lerner: *The venture capital revolution*, Journal of economic perspectives 2001 vol. 15 nr 2

¹⁰⁷ Berggren: Venture capital – branschens utveckling i Sverige. Ur SVCAs medlemsmatrikel 2000. Hämtad från http://www.vencap.se/article_view.asp?ArticleID=11 2002-11-20

¹⁰⁸ Berggren (2002): *Den svenska Riskkapitalbranschens utveckling och nuläge*, SVCAs medlemsmatrikel 2002 hämtad från: : <http://www.vencap.se/nyheter.asp?NewsId=39> 2002-11-27

¹⁰⁹ Susanne Olofsson, Investment Manager 6:e AP fonden. Föredrag, Ekonomihögskolan i Lund, 2002-11-27

¹¹⁰ Berggren (2002): *Den svenska Riskkapitalbranschens utveckling och nuläge*, SVCAs medlemsmatrikel 2002 hämtad från: <http://www.vencap.se/nyheter.asp?NewsId=39> 2002-11-27

För det andra kan det vara värt att notera att det i och för sig finns mycket utestående kapital men att det trots det endast är en liten del som är investerad.¹¹¹ Detta torde i sin tur hänga ihop med den ökade försiktighet som har uppstått efter IT-kraschen år 2000, varvid aktörerna inom branschen lägger ned mer tid på varje projekt¹¹².

7.3. Vilka företag använder sig av venture capital?

Ward använder sig av den sk bostonmatrisen för att åskådliggöra de för företagen tänkbara finaansieringsalternativen i olika mognadsfaser¹¹³. Ward utgår från den sammanlagda risken ett företag utsätts för vid olika perioder. Denna risk delas i sin tur upp i två delar: *business risk* och *financial risk*. Med detta som utgångspunkt menar Ward att ett nystartat företag (av Ward benämnt enligt tidigare kända start up) inte bör skuldsätta sig i någon större omfattning, eftersom företagets *business risk* är så hög; den sammanlagda risken skulle därför bli för hög om upplåning företogs eftersom detta skulle höja den finansiella risken. Istället menar Ward att företaget bör satsa på att anskaffa venture capital och det är här de flesta av dagens svenska venture capital-bolag har sina investeringsobjekt¹¹⁴.

7.4. Vilka är venture capital-bolagens urvalskriterier?

Naturligtvis är det viktigt för start up-företagen att känna till de urvalskriterier som ligger till grund för beslutet om att från venture capital-bolagens sida satsa kapital eller ej. Naturligtvis arbetar olika bolag olika, men följande genomgång som bygger på Cardis et al¹¹⁵ torde kunna ge en relativt generell översikt.

Till att börja med sker en *pre money value*, som är en värdering av det kapitalsökande bolaget omedelbart före venture capital-bolagets inträde. Härefter sker, föga förvånande, en *post money value*, där värderingen har justerats för det tillskjutna kapitalet. Dessa företagsvärderingar kan i princip ske på två sätt. Det första och kanske vanligaste, är att företaget jämförs med ett annat liknande, sedan tidigare börsintroducerat, bolag genom att följa det bakåt i tiden. Enligt Howard D Ross så finns det i princip alltid bolag som är tillräckligt lika för att kunna känna som jämförelseobjekt¹¹⁶, vilket därför gör den till en användbar metod. Det andra alternativet är en teoretisk värdering med hjälp av diskonterade kassaflöden. Nackdelen med denna typ av värdering är att det här krävs fler, mer eller mindre osäkra, antaganden jämfört med det andra alternativet.

¹¹¹ Carlbon: *Riskkapital – myten om de försvunna miljarderna*, 2001-09-03 www.va.se 2002-12-01

¹¹² Telefonintervju med Peder Holm, Investment manager Innovationskapital 2002-12-17

¹¹³ Ward: *Developing financial strategies – a comprehensive model* Kurskompendium FEK 561

¹¹⁴ Föredrag med Susanne Olofsson Investment Manager 6: e AP fonden, 2002-11-27

¹¹⁵ Cardis et al (2001) s 117 ff. Hela exemplet är hämtat härur, varför inga ytterligare referenser görs, såvida inte direkta citat är medtagna.

¹¹⁶ Howard D Ross, en av grundarna av LLR Equity Partners, i Cardis et al (2001)

Förutsatt att företagen passerar denna första ”kontroll”, så bedömer venture capital-bolagen respektive företags affärsplan. För företaget finns här ett par saker att tänka på. Först och främst skall naturligtvis affärsplanen i sig vara tydlig med ”rätt” inriktning, men det är också av vikt hur denna presenteras. Det gäller härvidlag att inse och framhäva det unika i affärsidéen men också att få detta till att se bra ut. Utformningen av materialet (*the lay out*), blir här en viktig del av arbetet. Cardis et al anser detta vara så viktigt att de föreslår att företagen söker professionell hjälp för detta ändamål.

Om företaget ”klarar” dessa värderingar så sker oftast en sk due dilligence, dvs. en värdering av företaget utförd av någon utomstående, oberoende part. Den består typiskt sett av en genomgång både av företagets finansiella och juridiska ställning, där allting blir värderat till marknadsvärde.¹¹⁷

7.4.1. Personkemi

En viktig faktor som har avgörande betydelse för möjligheterna till kapitalanskaffning, men som inte rör själva värderingsprocessen, är en fungerande personkemi mellan de båda parterna. Om parterna inte kan komma överens, än mindre förhandla med varandra, pga. av en ömsesidig, personlig, motvilja mot varandra, så kommer detta ofrånkomligen innebära problem när mer avgörande beslut i frågor som rör bolagets framtid skall fattas. Detta kan t.ex. vara frågor som rör entreprenörens/grundarens roll i det framtida bolaget. Enligt Sten K Jonsson så uppstår alltid konflikter när sådana beslut skall fattas,¹¹⁸ varför det knappast blir bättre om de två parterna inte ens kan fördra varandra personligt.

7.5. Venture capital i praktiken – exemplet InnovationsKapital

Det kan vara intressant att mycket överskådligt se på hur ett stort, representativt venture capital-bolag konkret arbetar för att välja ut tänkbara investeringsobjekt. Av denna anledning har vi talat med Peder Holm, Investment manager på InnovationsKapital. Enligt Holm så är företaget förhållandevis likt de övriga större aktörerna på marknaden, genom att dess investeringar bedrivs som en fondliknande handel, där en portfölj kan innehålla flera olika bolag¹¹⁹. Vi har tidigare nämnt att de senaste årens tuffa klimat medfört en ökad specialisering och det stämmer väl överens med InnovationsKapitals strategi. Företaget har inriktat sig på två huvudområden, Information & Communications Technology (ICT) och Healthcare & Life Sciences. Dessutom investerar man huvudsakligen i ett tidigt

¹¹⁷ Jacobsson: *Risikkapitalanskaffning – en process mot partnerskap*, SVCAs medlemsmatrikel 2000 hämtad från: http://www.vencap.se/article_view.asp?ArticleID=20 2002-11-27

¹¹⁸ Sten K Johnsson, bla styrelseledamot i Malmöhusinvest. Intervju 2002-12-12

¹¹⁹ Intervju med Peder Holm Investment manager InnovationsKapital 2002-12-17

skede efter sådd stadiet och bara i företag verksamma i Norden¹²⁰. Följande schematiska bild visar Innovationskapitals arbetsprocess, från en första förfrågan till ett inledande samarbete:

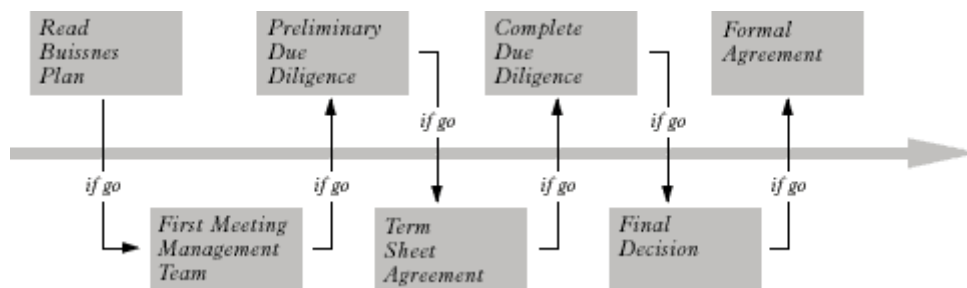


Fig. 12. InnovationsKapitals arbetsgång. www.innkap.se

7.6. Exit

Det är viktigt för ett venture capital-bolag att redan från början, när de går in i ett projekt, ha en klar strategi för att göra en sk *exit*¹²¹. Som ordet antyder innebär detta att avtalet eller, om man så vill, samarbetet mellan venture capital-bolaget och entreprenören avslutas. Det är med en exit som möjligheten för ett venture capital-bolag att känna stora pengar skapas. Naturligtvis har man som ägare kunnat ta del av företagets vinster, men eftersom dessa dels är små för nystartade företag och dels, om de trots allt uppstår, välbehövligen för att finansiera investeringsprojekt och dylikt, så är "intjäningsmöjligheterna" genom detta sätt ringa i jämförelse med en exit.

Det finns egentligen bara två möjliga sätt att skapa en exit på; att göra en IPO¹²² eller att bli uppköpt av en större aktör på samma marknad. Enligt Gompers och Lerner så är avkastningen som störst för venture capital-bolaget när portföljföretaget gör en IPO¹²³. Undersökningar visar att IPO som gjorts av venture capital-finansierade företag generellt sätt är "bättre" värderade dvs. det är mindre "underpricing" av företaget. Det är även så att det är billigare för venture capital-finansierade företag att bli noterade (i USA). Vidare är det inte ovanligt att venture capital-bolagen håller kvar sin andel i bolaget en tid efter introduktionen vilket skapar ett ökat förtroende på marknaden. Detta visar sig bland annat genom att institutionella placerare har en högre andel av VC finansierade företag i sin portfölj.

¹²⁰ www.innkap.se 2002-12-18

¹²¹ Jacobsson: *Risikkapitalanskaffning – en process mot partnerskap*, SVCAs medlemsmatrikel 2000 hämtad från: http://www.vencap.se/article_view.asp?ArticleID=20 2002-11-27

¹²² Initial Public Offering, dvs. en börsintroduktion

¹²³ Gompers, Lerner: *The venture capital revolution*, Journal of economic perspectives 2001 vol. 15 nr 2. Resten av stycket bygger på samma källa.

7.7. Fördelar med venture capital

Efter denna korta genomgång av venture capital som finansieringsalternativ för nystartade företag kan vi sammanfatta en smula genom att se på de för- och nackdelar som alternativet frambingar. Låt oss börja med fördelarna.

- Tillförsel av kompetens. Detta kanske är den viktigaste fördelen, eftersom det unga företaget oftast kan ha svårt att realisera sin affärsidé, helt enkelt för att kunskapen om hur marknaden fungerar och hur man bäst agerar på den, saknas. Här får då venture capital-bolagen en viktig uppgift att fylla genom sitt marknadsorienterade sätt att arbeta, sitt ofta omfattande kontaktnät samt, i förekommande fall, sina erfarenheter från tidigare projekt.
- Revision av affärsidé och affärsplan. Venture capital-bolagen högt ställda krav för investering, gör att entreprenören tvingas till att själv revidera och grundligt genomgå sina idéer. Dessutom sker samma sak genom venture capital-bolagens försorg och då kanske i ännu högre utsträckning. Allt detta torde i de flesta fall leda till en förbättrad idé och strategi och är därmed något positivt för det kapitalsökande företaget
- Extern finansiering kräver inte lika stor personlig insats av entreprenören. Denne kan koncentrera sig på annat än på frågan hur det kommer gå för allt privat satsat kapital

7.8. Nackdelar med venture capital

- Otillgängligheten. Om det är något som vår genomgång ovan har visat, så är det väl att det är en både arbets- och tidskrävande process att anskaffa venture capital, något som visades med urvalsprocesser, värderingsmetoder, krav på exit etc. Venture capital-bolagens noggranna selektering är som vi nämnde ovan oftast positiv för de företag som till slut också erhåller venture capital, men förödande för det företag som inte passerar alla hinder. Hur många företag som på detta sätt går i konkurs, trots att affärsidén egentligen skulle klarat sig väl på marknaden, kan man ju naturligtvis endast spekulera kring, men att det förekommer och kanske inte heller i enbart en ringa omfattning torde vara okontroversiellt att hävda. De nystartade företagen kan egentligen sägas lägga sin framtid i andras händer, där de i vissa fall aldrig ges en möjlighet att realisera den idé de själva tror på
- Det ickebegränsade anspråkstagandet. Aktiebolagets konstruktion, med ägare som inte riskerar mer än satsat kapital, men som samtidigt kan hävda sin rättighet till företagets vinster obegränsat, i den betydelsen att det inte finns någon borte parentes på företagets värde som utgör tak för vad aktieägaren kan erhålla, har sedan länge visat sig vara oöverträffad för den större verksamheten. För nystartade företag innebär detta dock att de kan komma att betala ut värdefulla intäkter i form av utdelning, något som ökar i takt med att

resultatet förbättras. Det ligger även en osäkerhetsaspekt i detta, eftersom det blir svårare att bedöma möjligheten att kunna finansiera viktiga finansieringar med ITM, jämfört med t.ex. ett lån där man i förväg kan kalkylera med en given kostnad i form av en fastlagd ränta

- Konfliktkällorna. Detta har redan kommenterats; ett företag där ledning och ägare drar åt olika håll är knappast i något läge positivt

8. Företagspresentationer

8.1. Inledning

I det följande kapitlet presenterar vi kortfattat vår undersökning, företag för företag. Det finns en brist i vår undersökning i det att företagen visade sig ha så liten kunskap om junk bonds (obligationer) att någon diskussion om detta aldrig kunde hållas.

8.2. Cellavision

8.2.1. Presentation av Cellavision

Cellavision grundades 1994 av Christer Fåhrens och är ett medicinteknikföretag med en huvudprodukt som genom avancerad bildbehandling tolkar mikroskoperingspreparat av vita blodkroppar. En annan produkt är cellatlas.com som är ett ”bibliotek” av cellbilder på Internet som sjukhus och andra intressenter mot en prenumerationsavgift kan ta del av. Företaget omsatte 2001 ca 8 miljoner kronor.

Vår kontaktperson var Peter Åkerlund, ekonomiansvarig på företaget¹²⁴.

8.2.2. Cellavisions finansieringshistoria

Under Cellavisions första fyra år finansierades bolaget med pengar från Christer Fåhrens, dennes familj och vänner och dessutom ett mindre antal privata investerare. 1998, i samband med att Fåhrens lämnade ifrån sig VD-posten, så tillsattes en mer marknadsorienterad ledningsgrupp. Dess första uppgift blev att försöka anskaffa ytterligare kapital till företaget. Detta försök kom att sammanfalla med ett börsfall för medicinteknikbranschen vilket gjorde att man inte fick in så mycket kapital som man hade tänkt sig. Istället försökte man på nytt våren 1999 och de första riktiga venture capitalisterna i form av Metallica och 3i investerade i bolaget. Detta var tillräckligt för företaget att utveckla sin huvudprodukt och nästa steg blev därför att försöka nå ut med denna på marknaden. Av denna anledning lyckades man år 2000 införskaffa ytterligare 75 miljoner kronor, varvid H&B Capital med sin insats på 50 miljoner kronor blev

¹²⁴ Intervju 2002-12-03

största ägare, en position som H&B fortfarande besitter. Ledningen bedömde därefter att Cellavison borde vara moget för en IPO, men de långt framskridna planerna på en utgivning av aktier för ett värde av 300 miljoner kronor sköts på framtiden pga. det kärva klimat som rått på börsen under de senaste åren. Istället lyckades man ta in ytterligare venture capital från sina befintliga ägare.

CellaVision sålde föregående år konvertibler med nominellt belopp på 15 miljoner kronor till Industrifonden och har gett ut ytterligare konvertibler på 10 miljoner med förfall 2003.

8.2.3. Inställning till venture capital

Peter Åkerlund anser att samarbetet med venture capital-bolagen fungerar bra och ser ingen nackdel med dem som partners. Några konflikter existerar enligt honom inte, han pekar istället på den kompetens de tillför, särskilt vid beslut som rör strategiska val. Styrelsen håller ägarna underrättade genom månatliga möten och enligt Åkerlund lägger sig ägarna inte i den operativa verksamheten. Vi lyckas således inte identifiera några invändningar gentemot de ägande venture capital-bolagen hos Åkerlund.

8.2.4. Inställning till obligationer

Åkerlund säger att företaget inte hittills har funderat på denna finansieringsform, varken som ett möjligt alternativ idag eller i framtiden. Han har därmed inte heller reflekterat över den flexibilitet detta skulle kunna innebära jämfört med venture capital, så till vida att räntekostnaderna i samband med lån är begränsade och i förväg fastlagda.

Åkerlund anger dessutom de nuvarande ägarna som motståndare till upplåning; han menar att de inte, med tanke på det negativa resultatet, vill dra på sig ytterligare kostnader som ju detta skulle innebära.

Åkerlunds ser de utgivna konvertiblerna som en liten varningsflagga som signalerar svårigheten i att få tag i nödvändigt kapital, något som blivit mer påtagligt efter IT-kraschen.

Avslutningsvis frågar vi efter hans åsikter om junk bonds, men eftersom han inte känner till detta begrepp stannar intervjun vid detta.

8.3. netMage

8.3.1. Presentation av netMage

netMage grundades 1999 som en utveckling av ett exjobb vid LTH. Den ursprungliga affärsidéen var en webbaserad lösning av Lotus Notes, men efter hand gick man över till Microsofts produkter, eftersom det var dessa som slog igenom på marknaden. Företaget växte sig snabbt stort under IT-nyran och hade 200 som mest 30 anställda, vilket kan jämföras med dagens fyra. Som så många andra IT-bolag hade även netMage vid ingången till 2000 storslagna planer, men efter den stora kraschen fick man revidera dem. Idag är därför netMage ett renodlat konsultbolag, det finansiella utrymmet för annan verksamhet, som t.ex. produktutveckling är i stort sett lika med noll. Företaget omsatte 2001 1,3 miljoner kronor. Vår kontaktperson var Georg Lysén, en av företagets båda grundare och nuvarande VD¹²⁵.

8.3.2. netMage finansieringshistoria

netMage finansierades till att börja med av de två grundarna, Georg Lysén och Marcus Pettersson, som själva sköt till det första aktiekapitalet på 100000 kronor. I slutet av 1999 fick de genom Christer Fåhrens kontakt med några affärsänglar som satsade 4 Mkr. I likhet med övriga aktörer i denna bransch, expanderade företaget kraftigt och sommaren 1999 var det därför nödvändigt att anskaffa mer kapital. Efter diverse turer fick företaget in ytterligare 20 Mkr och en ny diversifierad ägarstruktur med ett 70-tal olika ägare uppstod. Denna ägarspridning innebär att ingen av de nya ägarna gjorde anspråk på en styrelseplats.

Ett år senare behövdes mer pengar, vilket denna gång anskaffades genom att ägarna tecknade ett konvertibelt lån på 6 Mkr. Anledningen till detta var att investerarna ville vänta en tid för att sedan få lånet inlöst mot en större andel i bolaget. Dessa pengar används fortfarande idag eftersom netMages overhead är dimensionerat för 30 personer och idag är företaget, som tidigare nämnts, fyra anställda. Några planer på att ta in nytt kapital finns inte idag; det som ligger närmast till hands är ett uppköp, något som det finns långt gående samtal om.

¹²⁵ Intervju 2002-12-09

8.3.3. Inställning till venture capital

Georg Lysén tycker inte att ägarstyrningen från investerarna utgör något problem. Detta trots att vi har funnit den vara större här jämfört med övriga undersökta företag. Eftersom både Lysén och Pettersson vid starten var helt ”gröna” affärsmän, uppvisade dessa båda en oförbehållsam tilltro till de nya investerarna som, i enlighet med tidens IT-rya, drev på för att expansionen skulle gå så snabbt som möjligt. Detta resulterade till större satsningar och snabbare utveckling än vad de båda grundarna hade tänkt sig. Det blev ganska snart problem med en strid ström av nyanställda som skulle tilldelas arbetsuppgifter och integreras i företagets organisation. Resultatet blev att det lades mycket tid på att få organisationen på fötter och lite tid till själva produktutvecklingen och i och med IT-kraschen år 2000 föll det hela platt till marknaden. Trots detta ser Lysén inga problem med den ägarstyrning som har utförts mot företaget, något som hänger ihop med att netMages ägare trots allt endast handlade som alla andra i denna bransch vid denna tidpunkt

8.3.4. Inställning till obligationer

Inte heller Lysén har någon speciell uppfattning kring obligationer. Han har aldrig funderat på obligationer som tänkbar finansieringskälla och har därför inga uppfattningar om denna finansieringsform, inte heller jämfört med venture capital. Han känner inte heller till junk bonds och intervjun blir även här utan närmare frågor om junk bonds.

8.4. Fiberless Society

8.4.1. Presentation av Fiberless Society

Fiberless Societys korta historia spänner från bildandet i början av 2000 till konkursen i september 2001. Grundare var Karl-Axel Åhl. Företagets affärsidé var att genom så kallat trådlöst bredband få ut höghastighetsuppkoppling till slutkonsumenten på ett enkelt och billigt sätt. Fördelen med systemet är, som namnet antyder, att man slipper ifrån dyr kabeldragning, vilket medför en lätt och billig installation. De av läsarna som själva har kommit i kontakt med olika bredbandsleverantörer vilka använder sig av fiberoptisk kabel vet att det krävs en stor uppslutning utav hyresgäster för att få det installerat. Vår kontaktperson var Björn Willysson, dåvarande vice VD på Fiberless Society.

8.4.2. Fiberless Societies finansieringshistoria

Fiberless Society har en tydligt avvikande finansieringshistoria jämfört med övriga företag i vår undersökning. Företaget finansierades från början av ett antal privata investerare som tillsammans satsade 20 miljoner kronor dels genom en fondkommissionär och dels genom direktinvesteringar. Eftersom de privata investerarna så småningom uppgick till ungefär 500 stycken medförde detta ett mer passivt ägande och dessa investeringar kan därför inte direkt klassas som venture capital.

Fiberless Society skiljer sig också från övriga företag i det att bolaget försökte göra en IPO i ett tidigt skede, i princip endast ett år efter bildandet. En stor anledning till det var just att man hade så många aktieägare. Detta kanske hade lyckats, om försöket hade gjorts ett halvår tidigare, men hösten 2000 var alla möjligheter till en IPO i princip borta. Det var först efter att man på Fiberless Society insåg att IPO:n inte skulle bli av, som man kontaktade olika venture capital-bolag. Dessa hade enligt Willysson också blivit mer försiktiga som en följd av IT-kraschen och trots att man hörde sig för hos flera olika, lyckades man inte hitta någon finansiär. Företaget lyckades få in 5 miljoner kronor i form av nyemission och konvertibler, men det räckte inte och hösten 2001 gick företaget i konkurs.

8.4.3. Inställning till venture capital

Det torde för läsaren vara tämligen uppenbart att Fiberless Societies inställning till venture capital var relativt negativ. Det betraktades ju på företaget som en möjlig utväg som kunde användas om övriga alternativ falerade. Anledningen enligt Willysson var att man var i en alltför omogen fas för att släppa ifrån sig ledningen av företaget. Med andra ord var man rädd för denna ägarstyrning som man trodde skulle följa med, som man såg det, aggressiva venture capital-bolag. Man ville alltså i så hög utsträckning som möjligt bestämma själv, något som kanske hängde ihop med den kompetens som ledningen ansåg sig besitta; Willysson har en gedigen marknadskompetens genom lång erfarenhet från stora företag.

8.4.4. Inställning till obligationer

Med tanke på den njudda inställningen till venture capital och med tanke på anledningen härtill, borde det var extra intressant att höra Willyssons inställning till obligationer. Men inte heller han har några funderingar kring obligationsupplåning eller junk bonds, än säga åsikter eller kunskaper därom. När vi då påpekar ägarstyrning som ett icke-existerande problem vid upplåning och lägger fram ett hypotetiskt scenario där ett företag på enkelt sätt kan anskaffa

kapital och ändå får bestämma arbetsgången själv, ser han det intressanta i detta, men tror att det, för Fiberless Society, var en omöjlighet.

8.5. Eurofootball

Eurofootball grundades 1999 av bland annat Paul Fischbein. Eurofootballs affärsidé var att tillhandahålla en ”internetportal”, dvs en hemsida, om europeisk fotboll. Fotbollens starka ställning i Europa, som inte bara innefattar en lång sportslig tradition utan också en massmedial och publik expansion med en kulmen sommaren 2000 då europamästerskapen avgjordes, var det som födde idén om Eurofootball. Intäkterna skulle huvudsakligen komma från vadhallning, men man skulle också tillhandahålla en ”webbtidning” med det senaste inom europeisk fotboll, erbjuda försäljning av fotbollströjor samt olika former av spel. Eurofootball blev uppköpt under 2000, men eftersom köpeskillingen var så långt under företagets eget kapital-värde, så kan detta uppköp närmast betraktas som en konkurs. Vår kontakt var Paul Fischbein, företagets grundare.¹²⁶

8.5.2. Eurofootballs finansieringshistoria

Som tidigare nämnts så grundades företaget under 1999 och var från början finansierade av familj och vänner som ställde upp med 2,5 miljoner kronor. I en andra finansieringsomgång ville företaget samtidigt knyta till sig utökad marknadskompetens. Kontakten togs därför med företaget IT Provider, ett av alla de venture capital-bolag som vuxit fram under IT-boomen. IT Provider ställde upp med 30 miljoner kronor i utbyte mot 30% av ägandet och 50% av styrelseplatserna; det önskvärda och säkerligen välbehövliga tillskottet av kompetens blev härmed ett faktum. (Detta skedde i december 1999 då det fortfarande var lätt att få in pengar) För att kunna fortsätta sin expansion runtom i Europa var Eurofootball tvunget att ta in mer kapital till sommaren 2000 och företaget räknade med att behöva ytterligare 200 miljoner kronor. Nu hade emellertid marknaden svängt, varför detta visade sig bli mycket svårt. Till sist ställde huvudägaren, IT Provider upp med ytterligare kapital. Detta skedde tillsammans med två andra venture capital-bolag, plus ett antal privata investerare som sköt till ”passivt” kapital och IT Provider stod därför fortsatt för det aktiva ägandet. Eurofootball fick i denna omgång in 50 miljoner kronor, vilket dock inte var tillräckligt och i slutet av året såldes företaget till en större sportportal, Sportal. Köpeskillingen ville Paul Fischbein inte närmare gå in på, men som tidigare nämnts var den mycket mindre än det tillskjutna kapitalet.

¹²⁶ Telefonintervju 2002-12-16

8.5.3. Inställning till venture capital

Enligt Fischbein var det inte aktuellt med någon annan form av kapital än venture capital. Detta berodde till stor del på den önskan av kompetenstillskott för att kunna leda och hantera ett bolag på Eurofootballs storlek, men också bristen på alternativ spelade roll. Fischbein menar att det var så pass lätt att få tag i riskvilligt kapital i den första större finansieringsrundan, att man egentligen inte gjorde någon närmare undersökning om alternativ. När sedan klimatet på marknaden blev tuffare var det, enligt Fischbein, till stor hjälp att ha huvudinvesterare med bra kontakter som dels ställde upp med mer pengar själva och dels hade kontakter och kunde få in mer externt kapital. Fischbein menar att det aldrig uppstod några konflikter mellan ledningen på Eurofootball och IT Provider. Han uttrycker det som att man naturligtvis var oense i vissa mindre frågor, men att det inte var någonting som inte fick en konstruktiv lösning. Fischbein är väl medveten om att möjligheten för IT-bolag att anskaffa kapital före våren 2000 var oproportionerligt stor och den allmänna välvilja som rådde inom branschen hade nog en dämpande effekt på eventuella konflikthärdar.

8.5.4. Inställning till obligationer

Som tidigare antytts, så har inte heller Fischbein någon uppfattning eller fundering kring obligationsupplåning och därmed inte heller om junk bonds. Inte heller denna gång kan någon diskussion kring dessa ämnen föras.

8.6. Gramineer

8.6.1. Presentation av Gramineer

Gramineer är verksamt inom bioteknikbranschen. Affärsidéen är att utveckla teknologi för produktion av biomolekyler. Den viktigaste substansen heter alfa-ketoglutarat som har visats sig vara viktig vid dialysbehandling av patienter med nedsatt njurfunktion. Denna produktutveckling är tänkt att så småningom ske med ett antal partners, som t.ex. läkemedels- och kosttillskotts företag, för att därigenom skapa möjlighet till att exploatera produkterna på marknaden. Vår kontaktperson var företagets ekonomiansvarige, Ann Wirenstedt¹²⁷.

¹²⁷ Via e-mail vid två tillfällen

8.6.2. Gramineers finansieringshistoria

Gramineers ägarbild har de senaste åren förändrats, idet en ägarkoncentration har uppstått. Vid utgången av år 2001 var det sex fysiska och juridiska personer som tillsammans ägde 48,6% av företaget, något som nu ändrats; den största enskilda ägaren kontrollerar nu 71,4%.

Den förändrade ägarbild beror på att den nyemission som företaget under 2001 hade tänkt rikta till svenska investerare i allmänhet, aldrig blev av utan blev istället ersatt av två mindre sk företrädesemissioner som riktades till företagets nuvarande aktieägare.

Gramineer har även ett mindre projektbaserat lån från Vinnova med ett ursprungligt belopp på 3 miljoner kronor, något som idag, pga. att ränteutbetalningarna har kapitaliserats, har vuxit till 7,5 miljoner kronor. Detta lån har skrivits av, eftersom det har konverterats till royaltyvillkor, innebärande att en viss procentsats av framtida intäkter skall betalas till Vinnova

8.6.3. Inställning till venture capital

Wirestedt säger att den ägarkoncentration som har uppstått under det senaste året är en fördel jämfört med tidigare, eftersom kommunikationen mellan ledning och ägare på detta sätt förenklas. Hon poängterar dock att man från ledningens sida egentligen heller aldrig några problem med den större ägarspridning som fanns tidigare, eftersom även då alla "arbetade åt samma håll" som hon uttrycker det.

8.6.4. Inställning till obligationer

Inte heller Wirestedt har några åsikter om obligationsupplåning, något som, enligt henne, beror på att Gramineer fortfarande befinner sig i venture capital-stadiet. Hon har därför aldrig funnit anledning till att fundera över detta. Wirestedt säger också att detta kommer sig av att hon själv inte har några erfarenheter av obligationsupplåning.

9. Analys och slutsatser

Analys och slutsatser delas in i följande tre delar:

1. Ett avsnitt om junk bonds som finansieringsform
2. Ett avsnitt om venture capital som finansieringsform
3. Ett avsnitt som är en integrerande jämförelse av de två första

9.1. Junk bonds

9.1.1. Tillbakablick

I vår uppsats har ett syfte varit att ur utgivarens, dvs. företagets, perspektiv se på begreppet junk bonds. Vi har gjort det genom att först se på företagsobligationer i stort, i det vi har definierat grundläggande begrepp, sett på hur marknaden ser ut i Sverige och i detta sammanhang haft en undersökande diskussion angående dess framtidsutsikter. Ett av våra antaganden har varit att utan en ordentlig, likvid marknad för investment grade bonds så kommer inte en liknande marknad för junk bonds att kunna skapas. Därför har det varit av vikt att se på de positiva signaler som finns för den framtida marknaden för ”vanliga” obligationer, vilket vi har visat på både utgivar- och investerarsidan. På investerarsidan har vi pekat på det ökade utrymme som har skapats på räntemarknaden i stort samt den allmänna ”beredskap” som tycks finnas här.

Vad beträffar utbudssidan, ställde vi upp två möjliga utgångspunkter (se sid 27) för det vidare arbetet och valde då som utgångspunkt punkt nummer 2, vilket vi också i det följande kommer att användas oss av. Punkt 2 innebar i princip följande: bankernas starka ställning i Sverige måste brytas för att det skall ske något på utbudssidan, dvs banklån och obligationer behandlades som substitut.

I detta sammanhang pekade vi på de nya kapitaltäckningsregler som Baselkomiteén håller på att utfärda samt konstaterade att dessa bör ha en gynnsam effekt på obligationsmarknad och då framförallt junk bonds.

Dessutom pekade vi på bankernas välvilliga inställning till obligationsmarknadens frammarsch.

9.1.3. Vilka är möjligheterna för en junk bond-marknad?

Låt oss med en gång fastslå att det i vår undersökning inte framkom några ytterligare argument för eller emot ett skapande av en obligations- (och därmed en junk bond-) marknad. (Däremot framkom det en hel del intressanta saker angående sättet den bör skapas på, givet att den gör det, mer härom nedan). Detta berodde på att kunskapen härom var mycket sämre än vad vi hade hoppats och trott, varför någon diskussion med de olika kontaktpersonerna aldrig kunde föras. Nedan framlagda punkter blir därför enbart en sammanfattning och sammanläggning av de fakta och argument som vi identifierade i teoriavsnittet.

För

Naturligt steg från den obligationsmarknad som håller på att skapas (se sid 22 ff)

Företagen går från bankupplåning till emissioner (se sid 22 ff)

Baselreglerna (se sid 27 ff)

Bankerna deltar själva i skapandet (se sid 29)

Mot

Inte lika intressant för investerarna eftersom kreditbetygen talar mer ”sanning” (se sid 19)

Marknaden är för liten, dvs. för få investerare

9.1.4 Hur kan en junk bond-marknad skapas?

9.1.4.1. Marknadsföring

Av de start up-företag som har ingått i vår undersökning är det ingen som har känt till junk bonds, ingen som egentligen har funderat över obligationsupplåning överhuvudtaget. I vårt syfte hade vi en diskussion angående lämpligheten att undersöka intresse för obligationsupplåning hos nystartade företag och angav tidsaspekten som en anledning, i det vi menade att dagens småföretag är tänkbara aktörer på morgondagens obligationsmarknad. Att påstå att dagens småföretag är framtidens storföretag är i sig ytterst triviellt, men i detta sammanhang är det ett viktigt antagande; utan att närmare värdera tidsaspekten i ”tävlingen” mellan en likvid omfångsrik obligationsmarknad och våra Ideonföretags framväxt till medaktörer på en sådan marknad – i så motto att gissa vem som hinner först och hur långt tid det i så fall tar – så kanske det inte är helt orimligt att tänka sig att den slutar oavgjort: vi kan ju tex anta att man når lika till sju år. En annan tänkbar utgång av tävlingen är att Ideonföretagen vinner. Ytterligare en utgång, den sista, är att obligationsmarknaden drar det längsta strået. Poängen med detta resonemang är att oavsett utgången av den påhittade tävlingen så kommer ett

faktum alltid att stå fast: behovet av marknadsföring eller kanske ännu hellre, behovet av marknadsskapande. Vi vänder för ett kort ögonblick åter till kapitlet om junk bond-marknadens framväxt och Milken's roll i denna.

I kapitel 6 bestämde vi de viktigaste faktorerna vid framväxten av junk bond-marknaden i USA som bestående av ett brett kontaktnät, en omfattande marknadsföring och hårt arbete. Navet i allt detta var otvetydigt Milken som genom att våga satsa tog de risker som många andra flydde. Eftersom han inte hade den tilltro till kreditvärderingsföretagens rating, både pga av egna studier såväl som andras, som övriga delar av marknaden hade vid denna tidpunkt, tog han risken och satsade, trots att detta gjorde honom impopulär och ställde honom utanför den företagskultur som då härskade på Drexel. Historien visar alltså att det behövdes någon (eller några för den delen) som vågade sätta inte bara sitt arbete utan också sitt rykte och karriär och till och med sin personliga välgång på fel, för att det skulle "hända något".

9.1.4.2. En svensk Milken

Eftersom det är ett av denna uppsats syften att undersöka och fundera över hur en svensk junk bond-marknad bör skapas, kan vi, som en del i detta, göra det med ovan nämnda som infallsvinkel. Detta genom att fråga: kräver den svenska marknaden en liknande utveckling som den i USA, eller med andra ord krävs det en "svensk" Milken som vågar satsa, eller kan marknaden skapas på annat sätt? Frågan gäller alltså på vilket sätt en sådan marknad bör skapas givet att den kommer igång. Vad vi menar med en svensk Milken är inte nödvändigtvis en enskild person utan kan lika gärna vara en samlad enhet som t.ex. en investment bank eller liknande. Poängen är istället att begreppet "en svensk Milken" pekar på betydelsen av någon eller några som vågar ta risker, arbeta hårt och som samtidigt har ett brett kontaktnät (företrädesvis inom näringslivet) som kan utnyttjas. En svensk Milken skulle behövas om förhållanden i Sverige idag liknar förhållandena i USA på 70-talet och behovet avtar ju färre likheterna är mellan dessa båda jämförelseobjekt. Vi vill därför lägga fram följande för- och motargument för en svensk Milken.

Följande kan anföras som argument för en svensk Milken:

1. Risken med att skapa en junk bond-marknad är fortfarande hög, givet den trots allt relativa svaga ställning som företagsobligationer har i Sverige. Vi såg ju på sidan 22 att europamarknaden fick en skjuts i och med en gemensam valuta. Denna marknad har således ett försprång i förhållande till den svenska, vilket innebär en uppförsbacke för den som vill satsa på den svenska marknaden. Alltså är det nödvändigt att ha någon som tror på sig själv och det han gör.
2. Vår undersökning visar på den dåliga kunskap som föreligger på området. Ingen bland de undersökta företagen har någon kunskap om junk bonds, än mindre några åsikter eller uppfattningar om dess för- eller nackdelar. Utan att

kunna fastlägga precis hur dessa förhållanden liknar de amerikanska på 70-talet, så kan vi säga att förhållandena torde ha varit något liknande, vilket också Milken utgick ifrån med sin ”marknadsföringskampanj”. Vi tror alltså, med vår egen undersökning som utgångspunkt, att Milken behövs eftersom kunskapen och medvetenheten på marknaden är dålig. För att tala i mer generella ekonomiska termer så skapas en marknad när utbud och efterfrågan möts. Marknadsförarens roll blir då att först skapa ett utbud och en efterfrågan och sedan få dem att mötas. Denna insikt har två viktiga implikationer. För det första så blev Milkens uppgift inte enbart att få utbud och efterfrågan att mötas utan också att skapa ett utbud, dvs. övertyga företagen om fördelarna med att ge ut junk bonds, i vilket man kan dra paralleller till vår undersökning. För det andra för att också efterfrågan måste skapas; utan att ha haft det med i vår undersökning framstår det för oss som relativt tydligt att förhållanden är sådana, inte minst pga det vi pekade på i samband med Riksbankens statistik över den svenska räntemarknaden 2001, se sidan 24. Detta är något som vår undersökning har utelämnat, eftersom vi valt att se på utbudssidan, men trots det vågar vi alltså ändå påstå att det i Sverige precis som i USA behövs skapas en efterfråga; ett ytterligare argument för en svensk Milken.

Argument mot en svensk Milken

1. Företagen kan lära sig av europamarknaden, dvs. eftersom de större svenska företagen idag oftast ställer ut obligationer på europamarknaden (se sid 22) där även junk bonds kan ges ut, kommer på sikt kunskapen och medvetenheten om sådana att öka och företagen kan på ett annat sätt bedriva ”learning by doing” jämfört med de amerikanska företagen på 70-talet. Givet att marknaden fungerar och kommer att fungera, vilket mycket tyder på, kommer detta i sig vara den bästa marknadsföringen för en liknande marknad i Sverige.

9.1.5. Marknadsföringens utformande

Naturligtvis blir det här svårt att avgöra vad som i ovanstående resonemang väger över, men att slå fast att marknadsföring i någon form behövs torde inte vara särskilt kontroversiellt. Man kan då fråga sig på vilket sätt sådan marknadsföring bör bedrivas. Detta kommer vi närmare se på i det avslutande analysavsnittet men låt oss peka på en punkt här.

Självklart kan och bör man peka på alla de positiva faktorer som nämnts i denna uppsats och de användningsområden som föreligger (se kapitel 6), men eftersom detta i sig är triviellt vill vi peka på en annan faktor som kommit fram i vår undersökning.

Låt oss först citera Taggart och Perry¹²⁸:

”Under the broadest definition, junk bonds include private placement and public issues, convertible and straight debt, low-rated municipal bonds and even low-rated preferred stock.”

Precis innan detta skriver Taggart och Perry:

”Unrated corporate bonds are usually included in the junk bond category as well.”

Eftersom i stort sett alla företag i vår undersökning har använt eller använder sig av konvertibler, (undantaget är Gramineer som istället har använt sig av ett mer ”normalt”, rakt lån), så betyder detta med Taggarts och Perrys definition av junk bonds att alla våra företag har använt sig av sådana. Med denna vida definition borde det inte heller vara svårt att identifiera junk bonds i största allmänhet på den svenska marknaden. Detta kan ju vara trevligt i sig, men knappast något som vi har nytta av i denna uppsats som ett ”fritt stående” faktum. Däremot kan det ha viktiga fördelar i samband med den marknadsföring vi här talar om. Om marknadsföraren vill introducera junk bonds på den svenska marknaden, så torde det vara en fördel om han har en ”fot inne”, dvs. om han har någon första hållhake. Kan han peka på att junk bonds redan existerar – låt vara att de kanske inte förekommer i den slutliga form som han har tänkt sig – så kan det användas som utgångspunkt för vidare avancemang, ett avancemang som skulle kunna delas upp i två scenarier.

9.1.5.1 Två möjliga scenarier

Det första man kan tänka sig är en junk bond-marknad för ”vanliga” lån som växer fram ur en marknad för konvertibla lån. Detta alternativ skulle vara aktuellt om marknadsskaparen önskar få med start up-företagen i ett tidigare skede än vad vi ovan resonerade kring genom vår påhittade ”tävling”.

Det andra man kan tänka sig är att inte skapa någon marknad för konvertibler, utan endast använda sig av dessa genom att peka på att steget därifrån till vanliga lån inte är så långt, så att dessa företag, när omständigheterna så tillåter, är mer förberedda till att ge ut sådana junk bonds

9.1.6. Möjligheter för små företag

Om läsaren tycker att vi har svårt att bestämma oss för huruvida det i framtiden är möjligt för start up-företag att kunna ge ut företagsobligationer och därmed också junk bonds på en svensk publik marknad, hoppas vi med följande avsnitt kunna skapa klarhet, genom att redogöra för våra funderingar kring detta. Vi har gång efter annan resonerat kring start up-företagen som medaktörer först på

¹²⁸ Taggart och Perry i Stern och Chew (1998)

morgondagens obligationsmarknad, men ”öppnande” i föregående stycke upp för möjligheten att de kunde vara aktörer på en marknad som skapas idag. Låt oss se på de hinder som troligen måste undanröjas för att en sådan marknad skall kunna uppstå.

I kapitel 4 om kreditrating angav vi minimikostnaden för att få sina krediter värderade, till \$25000-40000 årligen. Detta är naturligtvis alldeles för mycket för ett nystartat företag som kanske till och med uppvisar negativt resultat och detta kan nog också betraktas som det största hindret för en publik marknad. Eftersom det är otänkbart att de stora kreditvärderingsföretagen som tex S&P, skulle kunna erbjuda kraftigt rabatterad service för mindre svenska bolag så bör man istället se problemet ur en annan synvinkel; kan inte ett svensk kreditvärderingsföretag startas, som tar hand om värderingen av mindre svenska företags krediter. Det skulle i första hand gälla det företag som inte anser sig stora nog till att ge ut obligationer på europamarknaden och som idag därför, i princip, inte har några alternativ. I själva verket ligger det kanske en djupare insikt i denna fråga, med tanke på europamarknadens starka ställning, framför allt i och med eurons införande (se sid 22). Här finns kanske den outnyttjade marknadspotential som skulle kunna bli startskottet för en svensk marknad. Vi nämnde tidigare att det försprång europamarknaden har fått med sin mer omfattande och därmed mer likvida marknad nog svårt att hämta in, men i det här fallet finns inget att hämta in eftersom en marknad för företagsobligationer utgivna av små företag inte existerar på europamarknaden

En mindre marknadsplats måste dessutom skapas. Här kan en jämförelse göras till den nya marknadsplatsen för aktier i små bolag göras, där handel troligtvis kommer ske ett par gånger per år.

9.2. Venture capital

9.2.1. Inledning

Vad kan man då säga om venture capital-delen av vår undersökning? Låt oss först rekapitulera det vi tidigare sade i teoriavsnittet.

Vår hastiga genomgång av venture capital började med en historisk tillbakablick och följdes av en redogörelse av venture capital-bolagens urvalskriterier. Vi visade på den i många stycken tids- och kostnadskrävande processen i detta sammanhang, samt redogjorde för en konkret arbetsplan från InnovationsKapital. Vi talade också om begreppet exit och ställde avslutningsvis, i punktform, upp för- och nackdelar med denna finansieringsform.

9.2.2. Ägarstyrning

En av de nackdelar vi pekade på var den konflikt som kan uppstå om ledning och ägare drar åt olika håll, eller om ägarstyrningen blir för kraftig. Vi hänvisade även till Sten K Johnsson i detta fall (se sid 49), som menade att sådana konflikter alltid förekommer, men menade samtidigt att man i Sverige är duktig på att förtränga dem, eftersom man i vårt land är tämligen ”konfliktobenägen” jämfört med t.ex. USA. Vår undersökning visar emellertid att inget av de företag som har använt sig av venture capital anser att några konflikter har funnits eller finns nu. Ingen tycker heller att ägarstyrningen har varit för kraftig. Genomgående har man istället varit nöjda med de ägare som har funnits. Inte ens Georg Lysén på netMage, där ägarstyrningen på ett så tydligt sätt trots allt ledde till felbeslut, ansåg att den har varit för kraftig, utan menade istället att detta berodde på den allmänna stämning som rådde under denna period. Vad Lysén alltså säger är att den kraftiga felbedömning som gjordes angående marknaden vid slutet av 1999, och som gjordes av dem som förväntades kunna något om den samma, inte gjorde så mycket eftersom de ändå agerade som alla andra. Vi tycker denna hållning är minst sagt anmärkningsvärd men tror samtidigt den döljer en insikt som till dels kan förklara den välvilliga inställning som våra företag uppvisar gentemot sina venture capital-ägare.

Den insikten är okunskap om alternativa finansieringsmetoder. Som vi kommenterade under föregående del av detta kapitel, så kände ingen av företagens representanter till junk bonds eller obligationsupplåning. I det här avsnittet kan vi spetsa till det, genom att säga att de inte känner till några alternativ överhuvudtaget. Därför tror de att det nu använda alternativet är det enda möjliga och har skapat någon slags ”låt-gå” attityd. Resonemanget att avsaknaden av alternativ skulle göra det lättare att acceptera det scenario eller alternativ som för närvarande härskar, är egentligen vitt omfattande och kan användas i de flesta

sammanhang. Ett utsträckt och i sig en smula ansträngt exempel skulle kunna vara diktaturens Sovjet, där ju ledningen över allt annat verkade för att befolkningen inte skulle konfronteras med alternativa styrelseskick, eftersom detta då skulle kunna uppenbara bristerna med det enda existerande. Utan några som helst jämförelser mellan sovjetdiktaturen och venture capital i övrigt, tror vi ändå att det ligger något av detta i Lyséns citerade uttalande ovan.

Ännu mer tydligt blir detta hos Ann Wirenstedt på Gramineer som ordagrant säger att företaget befinner sig i "venture capital-stadiet" men säger samtidigt angående obligationer att "vi har inte funderat i dessa termer ännu och jag har ingen åsikt om företagsobligationer eftersom jag inte har erfarenheter av detta."¹²⁹ Här har vi problemet i ett nötskal. Hur kan Wirenstedt vara säker på att man befinner sig i "venture capital-stadiet" när man på företaget aldrig funderat över obligationsupplåning? Nu är det förvisso så att obligationsupplåning kanske vore väl tidigt för ett så litet företag som Gramineer, men hur kan Wirenstedt veta det, när hon inte vet någonting om det? I själva verket kan man vända på resonemanget och säga att anledningen till att Wirenstedt vet att Gramineer befinner sig i "venture capital-stadiet" är att hon inte känner till andra alternativa finansieringsmöjligheter och därmed är vi tillbaka i det vi sa tidigare: bristen på alternativ, eller snarare bristen på kunskap om alternativ, gör att man i högre utsträckning accepterar det enda rådande.

Den läsare som nu tycker att vi glömt bort Björn Willysson på Fiberless Society, när vi ovan talar om företagsrepresentanterna som varande välvilligt inställda till sina ägare och deras ägarstyrning, skall vi nu lugna genom att påpeka följande. Willysson säger att man i ledningen på Fiberless Society inte önskade den ägarstyrning som venture capital-bolagen skulle utöva och att man därför hittade alternativa finansieringsalternativ. Willysson skiljer sig alltså från övriga på denna punkt. Men Willysson skiljer sig också på en annan punkt; han är den enda som också har klart för sig att alternativ till venture capital föreligger och hans ståndpunkt motsäger således inte ovan sagda.

Vad kan man dra för slutsatser av det vi har sagt ovan? I föregående analysavsnitt påpekade vi marknadsföringens roll för skapandet av en marknad och detta vill vi åter påpeka här. Givet att ovanstående resonemang stämmer, dvs att den positiva inställningen till venture capital beror på okunskap om eventuella alternativ, så blir det viktigt att marknadsföra de alternativ som föreligger. Ett tänkbart sådant skulle kunna vara obligationsupplåning. Vi kan uttrycka det i klartext enligt följande.

Antag att vi har en svensk Milken som vi talade om i det första analysavsnittet. Denne skall då med intensiv marknadsföring försöka lansera junk bonds på den svenska marknaden. Antag att han vill försöka skapa en sådan marknad också för sådana start up-företag som ingår i vår undersökning, eftersom han ser den outnyttjade marknadspotential som vi resonerade kring i föregående analysavsnitt.

¹²⁹ E- mail 2002-12-20

Antag att han före sin marknadsföring tar del av vår undersökning. Han upptäcker då att de flesta är venture capital-finansierade och förstår att det är denna finansieringsmetod han delvis skall försöka konkurrera med. Vidare upptäcker han våra företags okunskap angående obligationer i allmänhet och junk bonds i synnerhet och blir ännu mer ivrig att få sätta igång med sitt arbete. Samtidigt upptäcker han företagets välvilliga inställning till venture capital precis på det område där han hade tänkt sätta in sin ”offensiv”, nämligen kring ägarstyrningen. Då sjunker hans mod, dock för att åter höjas när han läser de första delarna av vår andra delanalys, med andra ord det som står ovan, eftersom han då inser att han genom att presentera sitt alternativ, kan få dem att mer kritiskt granska det alternativ som de nu använder sig av.

Med ovanstående sagt, måste vi omedelbart poängtera att det långtifrån ger hela förklaringen till företagets välvilliga inställning till venture capital. I själva verket är det rimligt att anta att den främsta anledningen härtill är att man de facto inte anser ägarstyrningen vara för kraftig eller att man inte tycker att de uppstår så speciellt många konflikter. Man kan alltid diskutera huruvida detta beror på den av Sten K Johnsson nämnda oviljan till konflikt, så att man pga detta alltid gör vad man blir tillsagd av ledningen. Det kan kanske i och för sig ligga något i detta, men det har vi inte underlag för att uttala oss om och vi gör därför ingen närmare värdering av det påståendet.

9.2.3. Viktig kompetens

Det kan också vara värt att utifrån vår undersökning poängtera venture capital-bolag kompetens som något positivt. (Detta var i och för sig inte så oväntat; i teoriavsnittet anfördes detta som en av de största fördelarna med venture capital). För det första har de bolag som har varit venture capital-finansierade överlag varit positiva till den tillförda kompetensen. För det andra så saknade det företag som gick i konkurs (Fiberless Society), denna externa kompetens. Här försökte ledningen i det längsta klara sig utan venture capital-bolagen och när man till sist sökte hjälp hos dessa var det för sent.

9.2.4. Svårare med venture capital efter IT-kraschen

En föga anmärkningsvärd, men dock viktig, slutsats man också kan dra av vår undersökning, är att det för företagen har blivit svårare att erhålla venture capital efter IT-kraschen. Om detta är samtliga företag eniga och detta faktum blev extra kännbart för Willysson på Fiberless Society.

9.3. Analys och slutsatser – integrerande del

Vi har i de två tidigare analysavsnitten tittat närmare på de två huvuddelarna i denna uppsats: junk bonds (obligationer) och venture capital. I detta avsnitt skall vi först försöka ha en integrerande sammanfattning av våra positioner samt därefter göra några ytterligare utvecklingar.

9.3.1. Sammanfattning av tidigare två avsnitt

Som tidigare nämnts så tillförde vår undersökning inte speciellt mycket till frågan om det finns möjligheter och förutsättningar för en obligations- och därmed en junk bond-marknad i Sverige. De faktorer vi pekar på som svar på denna fråga är istället det som togs upp i teoriavsnitten och som sammanfattas i första analysavsnittet. Vi lämnar nu denna fråga genom att anta att en marknad verkligen kommer att uppstå, ett, enligt oss, rimligt antagande utifrån ovan nämnda punkter.

Med detta antagande i ryggen skall vi i det följande försöka besvara följande två huvudfrågor:

1. Vilka företag kan delta i marknaden; större eller mindre eller kanske både och?
2. Hur skall man skapa marknaden?

Dessa två huvudfrågor har vi i princip redan besvarat i det föregående avsnitt. Här följer därför en kortare sammanfattning av detta och när sedan det är gjort kommer vissa intressanta följdfrågor att kunna ställas.

Vi har flera gånger i denna uppsats funderat över ”minimistorleken” på ett företag för att detta skall kunna företa upplåning via obligationer på en publik marknad. Innan vi satte igång med arbetet var vi tämligen säkra på att de företag vi avsåg att undersöka var för små. Vi valde ändå dessa företag och angav i metodkapitlet ett par anledningar till detta (se sid 9). Den viktigaste, som vi även kommenterade i det första analysavsnittet, var den som gick ut på att när en junk bond-marknad väl kommer igång, så har företagen som ingår i vår undersökning kanske precis uppnått lämplig storlek. Vi förde detta resonemang under parollen ”dagens småföretag är morgondagens stora.”.

9.3.2. Marknad enligt innovationsaspekten

En annan anledning som vi angav i metodkapitlet var att marknaden inte behöver fungera enligt historien (se sid 9). Vi kallade detta för en innovationsaspekt och det är denna vi nu närmare riktar in oss på.

I det första analysavsnittet pekade vi på europamarknadens starka ställning för obligationer, åtminstone för större företag och funderade då över om den verkliga marknadspotentialen trots allt kanske låg i de mindre företagen. Här kan vi dessutom tillägga att när man betänker den närmast obefintliga renommé som mindre svenska företag besitter i utlandet, så ökar det marknadspotentialen ytterligare hos dessa. På sidan 23 såg vi att inte ens ett så pass så stort företag som Vattenfall var speciellt känt utomlands, utan fick tillgripa omfattande marknadsföring för att locka till sig de utländska investerarna.

Alltså bör svaret på den första frågan ovan vara att det kan vara både och: storleken talar för de större företagen och europamarknaden talar för de mindre.

Med anledning av ovanstående funderade vi i det första avsnittet över de förutsättningar som behöver existera för att det skall vara möjligt att skapa en sådan marknad och pekade dels på att kreditvärdering för mindre företag behövdes samt att en marknadsplats behövde skapas.

Fråga två har vi till dels också redan besvarat genom att vi pekade på att alldeles oavsett om de är de större eller mindre företagen marknaden skapas för, så kommer det krävas mycket marknadsföring. Det var detta vi menade med vår påhittade ”tävling” i första avsnittet.

9.3.4. Marknadsföringens utformande

Vad vi hittills endast delvis har funderat över är hur denna marknadsföring skall utföras. För att se närmare på detta får vi dela upp problemet i två alternativ, beroende på om den skall inriktas mot större eller mindre företag, alltså precis det vi förde resonemang om ovan. Eftersom vi där inte fann det orimligt att anta en marknad för mindre företag är det med dessa som utgångspunkt som vi besvarar frågan. Alltså: låt oss enligt vår innovationsaspekt från metodkapitlet anta att det skall skapas en marknad för företag ner mot storleken på dem som ingår i vår undersökning (och då främst Cellavision.)

9.3.5. Tre fördelar jämfört med venture capital

Den finansieringsmetod som marknadsföraren skall rikta in sig mot är som tidigare nämnts venture capital. Det gäller här att identifiera de punkter där obligationsupplåning har fördelar att uppvisa. Utifrån det vi tidigare har sagt kan följande anföras:

1. Flexibiliteten. Mindre ägarstyrning skapar mer utrymme för mer fritt agerande hos ledningen där särskilt beslut om tex produktutveckling i högre

- utsträckning kan tas av dem som besitter kompetens. Om detta fördes ett ingående resonemang i föregående avsnitt.
2. Det begränsade avkastningskravet. Som tidigare nämnts innebär upplåning ett i förväg fastlagt avkastningskrav som inte kan växa om det skulle visa sig att företaget klarar sig bra
 3. Den ökade svårigheten att anskaffa venture capital efter IT-kraschen, något som samtliga av våra företag kunde intyga.

9.3.6. Olika typer av junk bonds

Vidare så bör man, vilket vi pekade på i det första avsnittet, trycka på att junk bonds teoretiskt faktiskt redan existerar, eftersom detta kunde användas som ett första fotfäste.

I detta sammanhang är det intressant att fundera över tänkbara varianter på junk bond-lån. På den stora USA-marknaden var det inga problem för Milken att marknadsföra raka junk bonds-lån, utan alltför många specialvillkor. Frågan är om det skulle passa en marknad för små svenska företag? En variant vore ju att just ge ut junk bonds som konvertibler, eftersom denna finansieringsform verkar väl förankrad också bland mindre företag, men kan man tänka sig fler varianter? Gramineers lån från Vinnova kan i detta sammanhang var värt att studera lite närmare.

När vi presenterade detta lån på sidan 60 skrev vi att det var ett projektbaserat lån. Detta innebär att lånet är riktat genom att det utlånade kapitalet är tänkt att bli använt i ett speciellt forskningsprojekt. Det tillhörande royaltyvillkoret kan då skapa möjlighet för Vinnova att, givet ett positivt utfall av projektet ta del av framtida intäkter från Gramineer. Detta betyder att lånet mer liknar eget kapital finansiering; ett av de kännetecken som vi tidigare har nämnt för eget kapital är ju nämligen det icke begränsade anspråkstagandet. Med andra ord är även detta lån, precis som de tidigare nämnda konvertiblerna, någon slags blandning mellan eget kapital och skulder och således ytterligare ett exempel på tänkbara utformningar av lån på en framtida marknad för junk bonds.

9.3.7. Junk bonds som komplement

Naturligtvis så förespråkar vi med ovan sagda inte ett totalt eller ens stort utbyte av venture capital mot junk bonds. Detta faller på sin egen orimlighet. Junk bonds kommer aldrig att kunna ersätta venture capital, dvs det kan aldrig bli ett substitut utan snarare ett komplement. I kapitel 6 gick vi igenom de historiska användningsområdena för junk bonds och konstaterade att ett viktigt sådant är general corporate purposes som t.ex. kan vara finansiering av ett investeringsprojekt. Det är kanske här som junk bonds kan komma in som

komplement till venture capital. Man skulle kunna tänka sig en situation där ett venture capital-finansierat bolag vill göra ytterligare en investering av något slag, något som ägarna motsätter sig och därför inte vill skjuta till kapital. Om en marknad junk bond-marknad då existerade kunde företaget istället vända sig till denna och på ett enkelt sätt få in det nödvändiga kapitalet utan att behöva blanda in ägarna.

Suanne Olofsson på 6:e AP-fonden tycker också att man skall se en framväxande obligationsmarknad (junk bond-marknad) som ett komplement, i det hon säger att en sådan aldrig kan ersätta venture capital-marknaden utan istället komplettera denna i de fall de ägarna i ett företag av någon anledning inte vill skjuta till kapital.¹³⁰

9.3.8. Sammanfattning av slutsatser

Eftersom vi hittills har blandat analys och slutsatser kan det som avslutning vara på sin plats att sammanfatta våra slutsatser. Läsaren kommer alltså att känna igen sig men kommer förhoppningsvis samtidigt att ha glädje av att här få dem presenterade på ett ställe.

- Junk bonds förekommer redan i sin vidaste definition
- Junk bond-marknad för mindre företag inte omöjlig
- Dålig kunskap om junk bonds
- Marknadsföring krävs
- Junk bonds och venture capital som komplement

¹³⁰ Intervju 2002-11-27

10. Källförteckning

10.1. Muntliga källor

- Berglund, Karin Finansinspektionens kapitaltäckningsenhet; telefonintervjuad 2002-12-18
- Fischbein, Paul f.d. vd för Eurofootball AB; telefonintervjuad: 2002-12-13
- Holm, Peder investment Manager InnovationsKapital AB; telefonintervjuad: 2002-12-17
- Isaksson, Sigbritt Riksbankens finansavdelning; telefonintervjuad 2002-12-16
- Johnsson, Sten K koncernchef Midway AB; intervjuad:2002-12-12
- Lysén, Georg vd för NetMage AB; intervjuad:2002-12-09
- Olofsson, Susanne Investment Manager 6:e AP-fonden; föredrag:2002-11-27
- Åkerlund, Peter CFO för Cellavision AB; intervjuad: 2002-12-03

10.2. Böcker

- Altman Edward, 1990. *The high- yield debt market: Investment performance and economic impact*, Homewood Illinois: Dow Jones-Irwin.
- Bailey Fenton, 1992. *The junk bond revolution*, London: Mandarin
- Cardis Joel & Kirschner Sam & Richelsson Stan & Kirschner Jason & Richelsson Hildy, 2001. *Venture Capital – the definitive guide for entrepreneurs, investors and practitioners*, New York: John Wiley & sons, Inc.
- Fabozzi Frank & Fabozzi Dessa, 1995. *The handbook of fixed income securities*, Burr Ridge, Illinois: Irwin Professional publishing.
- Finanstidningen, 2000. *Modern finansiell ekonomi*, Borås: SNS Förlag
- Fridson Martin S, 1989. *High yield bonds – Identifying value and assesing risk of speculative grade securities*, Chicago: Probus publishing company
- Hagerud Gustaf, 2002. *En introduktion till finansmarknaden*, Riksgälds kontoret
- Holme Idar Magne & Solvang Bernt Krohn, 2001. *Forskningsmetodik*, Lund: Studentlitteratur
- Howe – Tripp Jane, 1988. *Junk bond analysis & portfolio strategies*, Chicago: Probus publishing company
- Nordin Svante, 1995. *Filosofins historia*, Lund: Studentlitteratur
- Platt Harlan D, 1994. *The first junk bond*, New York: M.E Sharpe
- Rienecker Lotte & Stray – Jørgensen Peter, 2002. *Att skriva en bra uppsats*, Lund: Liber AB
- Ross Stephen A & Westerfield Randolph W & Jaffe Jeffrey, 1999. *Corporate finance*, New York: McGraw-Hill Irwin
- Shapiro Alan C, 1990. *Modern corporate finance*, New York: MacMillan publishing company

Stern Joel M, 1998. *The revolution in corporate finance*, Malden, Massachusetts: Blackwell Publishers Inc.
Svensk ordbok del 2, 1990. Norge: Esselte Ordbok AB
Winborg Joakim, 2000. *Financing small businesses – Developing our understanding of financial bootstrapping behavior*, Halmstad: SIRE
Yago Glenn, 1991. *Junk bonds – How high – yield securities restructured corporate America*, New York: Oxford university press
Zey Mary, 1993. *Banking on fraud*, New York: Aldine de Gruyter

10.3. Elektroniska källor

www.va.se
www.di.se
www.innkap.se
www.netmage.com
www.investopedia.com
www.graminer.com
www.riksbanken.se
www.centralbanken.dk
www.afv.se
www.mediarkivet.se
www.lub.lu.se
www.apfond6.se

10.4. Artiklar

Asquith, Gertner och Scharfstein : Anatomy of financial distress: an examination of junk-bond issuers. *Quarterly journal of economics* no 3, 1994
Gompers Paul A & Lerner Josh, 1999. What drives venture capital fundraising?, *NBER WORKING PAPER SERIES*, nr 6906
Gompers Paul & Lerner Josh, 2001. The venture capital revolution, *Journal of economic perspectives*, vol. 15, Nr.2, s. 145- 168
Kreditobligationer, *Strukturanalyse kredit*, utgiven av Nykredit 22 november 1999
Ward Kieth. Developing financial strategies – a comprehensive model, *Kurskompendium FEK 561*
Ökonomisk kapital – fundamentet i moderne bankdrift, *Finans/Invest nr.4 2002*