

Del 14 Kredit- länkade placeringar



STRUKTUR
AKADEMIN

EN DEL AV STRUKTURINVEST FONDKOMMISSION

 STRUKTURINVEST
FONDKOMMISSION



Innehåll

Obligationsmarknaden	3
Företagsobligationer.....	3
Risken i obligationer.....	3
Aktier eller obligationer?	4
Avkastningen från kreditmarknaden.....	4
Att placera på kreditmarknaden	4
Företagsobligationer.....	4
Obligationsfonder	4
Index	5
Kreditlänkade obligationer	5
Credit Linked Notes	5
First to Default.....	5
Betalningsinställelse	5
Rekonstruktion	5
Konkurs	5
Andrahandsmarknaden	6
Att handla CDS-kontrakt	6

Kreditmarknaden är den del av kapitalmarknaden som rör lånat kapital – så kallade krediter – och har en viktig funktion i ekonomin då den fördelar kapital mellan långgivare och låntagare. Kreditmarknaden erbjuder möjlighet till finansiering för låntagare samtidigt som den är en potentiell källa till avkastning för långgivare. I Strukturakademin del 14 tittar vi på hur kreditmarknaden fungerar och några alternativ för att investera på kreditmarknaden.

OBLIGATIONSMARKNADEN

Kreditmarknaden kan något förenklat delas upp i en obligationsmarknad, där man handlar med långfristiga tillgångar, och en penningmarknad, där man handlar med kortfristiga tillgångar. Obligationer är skuldebrev som ställs ut av stater, företag, kreditinstitut eller andra entiteter som av någon anledning är i behov av kapital. Obligationen är alltså en typ av lån som vanligtvis har en förutbestämd löptid. När obligationen förfaller återbetalas lånet. Utgivaren av obligationen (låntagaren) betalar, på ett eller annat sätt, under löptiden av lånet en ränta till investeraren (långgivaren). Obligationer kan delas in i två huvudgrupper – kupongobligationer och nollkupongsobligationer. Kupongobligationer betalar en löpande ränta under obligationens löptid medan nollkupongsobligationer istället köps till ett pris som understiger det belopp som ska återbetalas när obligationen förfaller. Röntan erhålles alltså då istället genom en värdestegring.

FÖRETAGSOBLIGATIONER

Företagsobligationer är obligationer utgivna av företag och bedöms generellt ha en högre risk än statsobligationer - åtminstone har det varit så historiskt. En stat har normalt möjlighet att trycka pengar för att återbetala sina skulder, varför det historiskt varit betydligt ovanligare att en stat ställer in sina betalningar än att ett företag gör det. I gengäld betalar företagsobligationer normalt därför en högre ränta till investeraren. Precis som risken skiljer sig åt mellan stater och företag skiljer sig också risken åt mellan olika företag.

Marknaden för företagsobligationer brukar delas in i två kategorier; Investment Grade och High Yield. Företag med ett kreditbetyg om BBB- eller högre hos Standard & Poor's eller Baa3 eller högre hos Moody's klassas som

Investment Grade och bedöms, åtminstone av kreditvärderingsinstituten, ha en mycket god eller god kreditvärdighet. Företag som inte är Investment Grade klassas istället som High Yield. Att ett företag har ett lägre kreditbetyg innebär att den upplevda risken bedöms vara högre och därför tvingas företagen ofta betala en högre ränta på sina lån. Den ränta som företagen betalar på sina obligationer styrs inte av kreditbetyget utan av aktörerna i marknaden, men dessa investerare tar naturligtvis hänsyn till kreditbetygen i sin analys.

RISKEN I OBLIGATIONER

Obligationer är typiskt sett värdepapper med en risk som är lägre än den i exempelvis aktier. Långgivare har förtur över en aktieägare vid en eventuell konkurs, varför dessa värdepapper är mindre riskfyllda. Det är dock inte en helt riskfri placering. Ett sätt att mäta risken i obligationer utgivna av en emittent är genom kreditbetyget. Kreditbetyget ställs ut av ett kreditvärderingsinstitut och anger vilken kreditvärdighet emittenten bedöms ha enligt det betygsättande institutet. De tre största och mest välkända kreditvärderingsinstituten är Standard & Poor's, Moody's och Fitch och de står tillsammans för ca 95 procent av marknaden. Kreditbetygen har ofta ett stort inflytande på räntorna på obligationsmarknaden.

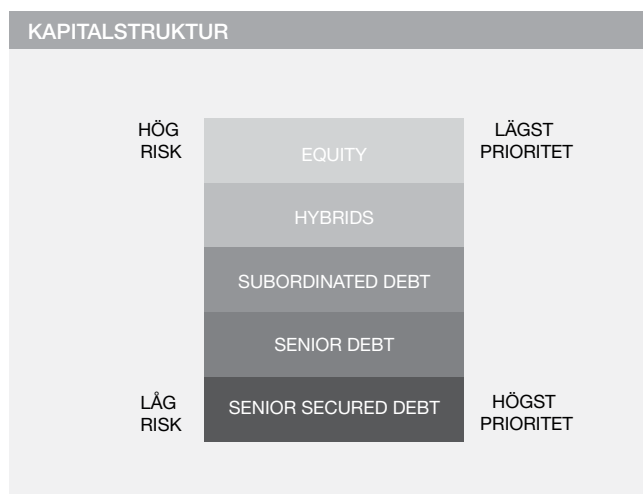
Ett annat sätt att mäta risken är nivån på emittentens Credit Default Swap (CDS). Ett CDS-kontrakt är en form av försäkring mot en konkurs i en emittent. Kontraktet är ett avtal mellan två parter där köparen betalar en premie till säljaren av kontraktet för att erhålla skydd mot förluster vid en eventuell kredithändelse i en emittent. I Strukturakademin del 4 som handlar om emittenten kan du läsa mer om CDS-marknaden.

AKTIER ELLER OBLIGATIONER?

Företag kan emittera både aktier och obligationer för att erhålla kapital. En obligation är ett lån till företaget och givet att företaget kan fullfölja sina betalningsåtaganden vet investeraren hur hög återbetalningen kommer att vara. Den som köper aktier köper istället en del av företaget för att man tror att denna del ska stiga i värde samt för att ta del av framtida utdelningar i företaget. Varken värdetillväxt eller framtida utdelningar är garanterade.

Risken i obligationer är förknippad med kreditrisken, dvs risken att den som emitterat obligationen inte ska kunna fullfölja sina åtaganden. Risken i aktier är kopplad till företagets vinsttillväxt, vilken i sin tur beror såväl på externa faktorer som konjunktur och efterfrågan som interna faktorer som exempelvis produktivitet och ledning. För ett företag betalningssvårigheter och kanske till och med tvingas till konkurs drabbas såväl aktieägare som obligationsinnehavare. Aktien kommer sjunka i värde eftersom investeringar i företaget inte kommer vara attraktiva. Obligationsinnehavarens möjlighet till återbetalning beror på hur den prioriteras i förhållande till övriga borgenärer samt hur mycket kapital det i slutändan finns att tillgå.

Företagets kapitalstruktur kan illustreras enligt nedan och visar hur företaget finansierat sina tillgångar. Vid en eventuell konkurs kommer borgenärerna att prioriteras nerifrån och upp och risken är därmed högre ju högre upp i strukturen man befinner sig.



AVKASTNINGEN FRÅN KREDITMARKNADEN

Obligationer är som vi skrivit tidigare i grund och botten ett lån och avkastningen från obligationer utgörs av den ränta som investeraren erhåller för att låna ut pengar till emittenten.

Storleken på räntan, eller kupongen, beror främst på:

- Den riskfria räntan
- Emittentens kreditrisk
- Likviditeten
- Löptiden

Ju säkrare en emittent bedöms vara ju lägre ränta betalar den på sina lån. Statsobligationer betalar vad man brukar benämna den riskfria räntan. Den anses riskfri just för att en stat kan trycka mer pengar för att betala sina skulder. Emittenter som inte upplevs som lika säkra måste betala en högre ränta för att erhålla finansiering. Hur mycket högre räntan är beror på emittentens kreditrisk samt likviditeten i dess obligationer. Den kompensation som investeraren erhåller för att ta en högre kreditrisk kallas kreditspread. När kreditspreadarna ökar kommer värdet på både kupong- och nollkupongsobligationer att sjunka. Ju vidare kreditspreadarna är, desto större är skillnaden mellan den avkastning som företagsobligationer, och då framför allt High Yieldobligationer, kan erbjuda i förhållande till de tryggaste ränteplaceringarna, såsom statsobligationer.

ATT PLACERA PÅ KREDITMARKNADEN

Investeringar i företagsobligationer kan skapa möjligheter att erhålla en högre avkastning än vad traditionella ränteplaceringar kan erbjuda. För investerare som vill placera på kreditmarknaden finns ett antal olika alternativ.

Företagsobligationer

Ett sätt att investera på kreditmarknaden är att köpa företagsobligationer. I praktiken är placeringar i företagsobligationer sällan ett alternativ för mindre aktörer då det ofta är krav på höga belopp för att få investera.

Obligationsfonder

För småsparare som vill ha exponering mot kreditmarknaden är det lättare att placera i obligationsfonder med inriktning mot exempelvis företagsobligationer. Fonden investerar i mer eller mindre riskfyllda obligationer beroende på fondens inriktning. High Yield-fonder klassas som mer riskfyllda än fonder som investerar i företagsobligationer med en högre kreditvärdhet, men har också en högre förväntad avkastning. Obligationsfonderna kan

också ha olika geografisk spridning. Företagsobligationsfonder brukar klassas som mer riskfyllda än räntefonder, men mindre riskfyllda än aktiefonder. Under vissa marknadsförhållanden kan företagsobligationer generera en avkastning som överstiger den i aktiemarknaden trots att risken är lägre.

Index

Det finns också index länkade till företagsobligationer. Ett index kan bestå av ett större antal obligationer med varierande kreditrisk och marknadsexponering. Vid en indexinvestering sprids risken mellan ett större antal obligationer än om man enbart investerar i en obligation. Exempel på index är iTraxx Main och iTraxx Crossover. iTraxx Main följer av krediter från 125 europeiska bolag som alla har kreditbetyg Investment Grade. iTraxx Cross-over i sin tur följer krediter från 50 europeiska bolag som alla har ett kreditbetyg lägre än Investment Grade.

Kreditlänkade obligationer

Vill man som investerare ha en mer specifik kreditlänkad placering än ett index kan man placera i något som ofta benämns kreditlänkade obligationer, även kända som antingen CLN (credit linked notes) eller FTD (first to default). Dessa placeringar är strukturerade obligationsinstrument med exponering mot kreditmarknaden genom en kredit eller en korg av ett antal olika utvalda krediter. Placeringen kan skapas så att den antingen betalar en ränta under löptiden eller köps till en kurs som understiger den till vilken den förfaller. Avkastningen i placeringen beror framförallt på risken i bolaget eller bolagen den är kopplad till samt om dessa genomgår en kredithändelse eller inte. Investeraren tar risk dels på bolagen i korgen och dels på den emittent som emitterat obligationen. Placeringarna kan emitteras med olika löptider, kupongfrekvenser och med eller utan valutaskydd vilket gör att det finns möjligheter att skraddarsy en exponering mot kreditmarknaden och framtida kassaflöden.

Credit Linked Notes

Risken i en CLN kan antingen vara knuten till hela korgen eller till ett enskilt bolag. Är risken kopplad till hela korgen och det sker en kredithändelse i ett av bolagen i korgen minskar återbetalningen med det bolagets andel av korgen, dvs. om korgen består av fem bolag försvinner 20 procent av återbetalningen vid en kredithändelse i ett bolag, 40 procent vid en kredithändelse i två bolag osv. En kredithändelse är normalt definierad som en konkurs, betalningsinställelse eller underlåtenhet att betala. En CLN knuten till endast ett bolag blir indirekt samma sak som

en first to default.

First to Default

I en så kallad "first to default" är risken istället förknippad med det bolag med sämst utveckling, vilket betyder att hela återbetalningen försvinner om det sker en kredithändelse i något av korgens bolag. En "first to default" har således en högre risk, men ger också potential till högre avkastning vid uteblivna kredithändelser.

Kreditlänkade obligationer kan också vara exponerade mot ett index. Följer placeringen ett index bestående av ett större antal bolag med risken fördelad jämt över bolagen får en kredithändelse i ett av bolagen mindre effekt på den totala återbetalningen.

VAD ÄR EN KREDITHÄNDELSE?

Olika typer av obligationer har olika kriterier för vad som är en kredithändelse. För företagsobligationer är de tre kriterierna för kredithändelse betalningsinställelse, rekonstruktion eller konkurs.

Betalningsinställelse

En betalningsinställelse innebär att ett företag på grund av dålig likviditet ställer in sina betalningar. Åtgärden är ett sätt för företaget att vinna extra tid och på så sätt undvika en konkurs. Att enbart ställa in betalningarna ger i Sverige inget skydd mot borgenärerna och därför måste fordringsägarna meddelas om förloppet. Ett företag som ställt in sina betalningar får bara köpa sådant som är nödvändigt för att driften av företaget ska kunna fortlöpa och all betalning måste då ske kontant.

Rekonstruktion

Om ett företag har likviditetsproblem, men det bedöms att företaget har en bra affärsidé och har potential att överleva är rekonstruktion ett alternativ till konkurs. Beslut om rekonstruktion tas i Tingsrätten och en rekonstruktör som ska ansvara för att vända företagets trend utses. Under den period då företaget är under rekonstruktion får utmätning inte ske.

Konkurs

Ett företag som inte kan betala sina skulder i rätt tid och inte beviljas rekonstruktion försätts i konkurs. Tingsrätten beslutar om konkurs och utser en konkursförvaltare. Efter att ett företag har satts i konkurs säljs dess egendomar och företagets tillgångar fördelas mellan borgenärerna.

AVRÄKNING VID KREDITHÄNDELSE

Tidigare använde man sig av fysisk leverans när en kredit-

händelse inträffade, dvs. den som köpt skydd (CDS) mot en kredithändelse lämnade ifrån sig obligationen och fick försäkringsbeloppet i utbyte. I de fall då obligationsnehavaren försäkrat sig hos flera olika motparter var denne tvungen att vända sig till respektive part för att göra sin sak gällande, då det inte fanns någon central beslutskommitté för att avgöra om en kredithändelse inträffat. Under senare år har det skett, och det sker fortfarande, ett stort antal förändringar på CDS-marknaden. Idag hålls normalt en auktion vid vilken en fast återbetalningsnivå som CDS-kontakten kommer att betala ut fastställs.

Vid en konkurs eller betalningsinställelse utlöses CDS-kontrakten direkt och återbetalning kommer att ske till den nivå som fastställts vid auktionen. Vid en rekonstruktion kommer CDS-kontraktet inte automatiskt lösas ut. Både köparen och säljaren har dock rätten, men inte skyldigheten att kräva att kontraktet avslutas.

ANDRAHANDSMARKNADEN

Andrahandsmarknadspriset för en kreditlänkad obligation påverkas framför allt av:

- Kreditspreaden
- Marknadsräntan
- Återstående löptid

En stigande kreditspread innebär att kreditrisken ökat. När kreditspreadarna stiger växer skillnaden mellan det nominella beloppet som ska återbetalas när obligationen förfaller och obligationens värde idag (en högre ränta ger ett lägre nuvärde). Obligationen minskar således i värde. Enligt samma resonemang ger också en högre marknadsränta ett lägre obligationsvärde på andrahandsmarknaden. Förändringar i ränta och kreditspread är inte konstanta över tiden. När den återstående löptiden minskar, minskar också obligationens känslighet för ränteförändringar. Obligationens känslighet mot ränteförändringar kallas duration.

ATT HANDLA CDS-KONTRAKT

Kreditrisk kan också handlas genom CDS-kontrakt. CDS-kontraktens konstruktion möjliggör för investerare att handla i både företags och nationers kreditrisk, antingen i ett spekulativt syfte eller för att skydda befintliga innehav i t.ex. obligationer. Köpare av CDS-kontrakt tror på en stigande kreditrisk och större sannolikhet för att det ska inträffa en kredithändelse i ett företag eller en nation, samtidigt som säljare tror på en sjunkande kreditrisk och en lägre sannolikhet för kredithändelser. Priset på CDS-kontrakt rör sig således i motsatt riktning mot obligationspriserna och stiger i värde när kreditrisken stiger

och kostanden för att försäkra sig mot en kredithändelse ökar. Du kan läsa mer om CDS-kontrakt i Strukturakademins del 4.

