

Handelshögskolan i Stockholm

Akademisk examensuppsats inom huvudinriktningen

Redovisning och Finansiell Styrning

Hantering av risk i en Leveraged Buyout-miljö

– ägarförändringsklausulen, ett nytt fenomen?

Erica Blomgren

&

Emelie Rheborg

Handledare: Joakim Levin

Framläggning: Måndagen den 28 maj 2007, kl. 10-12 i sal 343

Opponent: Kristina Fredriksson & Malin Wilander

Abstract

The change of control clause is nowadays a well used covenant in the Eurobond market, with the aims to protect bondholders in case of a leveraged buyout. This thesis intend to evaluate whether the change of control clause is a new phenomenon in the Eurobond market today and to estimate what have been the driven force for the popularity of it. The thesis found that the change of control clause already existed before and thus it is not a new phenomenon. Several factors where found though to explain the extended use of the clause today. Starting in 2005 the LBO activity increased rapidly, exposing almost every company to the risk of LBO. As a reaction to this bondholders have started to demand the change of control clause both indirectly and directly. In order for companies to raise capital they have accepted investors demand for protection. However, companies have succeeded in issuing bonds that lack protection by advantaging from a stable ownership structure or some investors need of investments. Nevertheless, once the clause has been used for one of the company's bonds, the company, in order to not mistreat investors, will have an incentive to continue to use it for all bonds in future issues. Thus, the thesis concludes that the change of control clauses' existence and use will be even stronger in the future.

Författarnas tack

Vi vill tacka alla de personer som ställt upp på intervjuer för deras delgivning av information och synpunkter vilka bidragit till denna uppsats. Dessutom vill vi utfärda ett varmt tack till vår handledare Joakim Levin för hans tankar och stöd i samband med skrivandet av uppsatsen.

Innehållsförteckning

1. INLEDNING	3
1.1 Bakgrund.....	3
1.2 Syfte	4
1.3 Avgränsningar	4
1.5 Disposition.....	6
2. METOD.....	8
2.1 Undersökningsmetod	8
2.2 Datainsamling	8
2.4.1 Genomförande av intervjuer.....	8
2.4.2 Val av intervjupersoner	10
2.4.3 Övrig datainsamling	11
2.5 Validitet och reliabilitet	12
3. TEORI.....	14
3.1 Vad är en obligation?	14
3.1.1 Karakteristika av en obligation	14
3.1.2 Prissättning av en obligation	15
3.1.3 Risk associerad med att investera i en obligation	17
3.1.4 Kreditrating	18
3.1.5 Låneavtalsklausuler, säkerheter och prioritering.....	20
3.1.6 Ägarförändringsklausulen	21
3.2 Leveraged buyout.....	22
3.2.1 Vad är en LBO?.....	22
3.2.2 LBO:s effekter på utestående obligationer.....	23
3.2.3 Låneavtalsklausulers verkan vid LBO:s.....	24
4. EMPIRI	25
4.1 LBO-miljön – aktiviteten på marknaden då och nu	25
4.1.1 ISS	27
4.1.2 TDC.....	28
4.1.3 BAA	29
4.2 Ägarförändringsklausulen.....	30
4.2.1 Användningen av ägarförändringsklausulen.....	30
4.2.2 Utvecklingen av klausulen	35
5. ANALYS	37
5.1 Ägarförändringsklausulen som ny företeelse	37
5.2 Tre milstolpar	37
5.3 Hotet från LBO:s.....	39
5.4 Ägarförändringsklausulens tillväxt.....	41
5.4.1 Efterfrågan på ägarförändringsklausuler	41
5.1.2 Undantagen.....	44
5.1.3 En klausul i förändring	45
6. SLUTSATSER.....	48
7. AVSLUTANDE DISKUSSION.....	51
8. REFERENSER	53
APPENDIX	56

1. Inledning

1.1 Bakgrund

En av de hetaste debatterna i dagens samhälle är den växande riskkapitalistmarknaden. En form av uppköp som dessa utför, vilket har blivit allt vanligare, är en så kallad leveraged buyout, LBO. En LBO är ett lånefinansierat förvärv vilket förändrar företagets kapitalstruktur väsentligt. Vinnande ur LBO:n går i regel aktieägarna vilka i genomsnitt tjänar en premie kring 40 procent, medan situationen är en helt annan för ägarna till företagets utestående obligationer. Eftersom en ökad skuldsättning innebär en ökad kreditrisk och en lägre kreditrating hamnar obligationsägarna i en ogynnsam ställning.¹

Obligationsägarna har således ett behov av att skydda sig emot ovanstående scenario. Detta kan de göra med en av de vanligaste låneavtalsklausulerna idag, den så kallade ägarförändringsklausulen. Klausulen inkluderas i obligationsdokumentet och syftar till att tvinga företaget att köpa ut obligationsägarna till par vid en eventuell LBO, vilket skyddar dessa investerare från den förlust som annars skulle uppkomma.²

Att LBO-aktiviteten idag beskrivs som mycket het³ borde få konsekvenser för investerare på eurobondmarknaden. En effekt skulle kunna avspeglas i ägarförändringsklausulen popularitet, vilket denna studie således ämnar utreda närmare.

¹ Journal of Applied Corporate Finance, published for Morgan Stanley by Blackwell Publishing.

² HSBC Global Research (2006).

³ Grandcolas, F.
SEB Origination team.
SCA.

1.2 Syfte

Samtidigt som LBO-aktiviteten har ökat kraftigt sedan 2005 och förväntas att fortsätta göra detta i en hög takt även under 2007⁴, är ägarförändringsklausulen en välanvänd låneavtalsklausul på eurobondmarknaden idag. Har det alltid varit så? Denna uppsatsen syftar till **att utreda huruvida ägarförändringsklausulen är en ny företeelse och vad som influerat till att klausulen används idag**. Vår förhoppning är samtidigt att uppsatsen ska ge en informativ bild och därmed öka kunskapen bland läsarna om den europeiska obligationsmarknaden och vilka effekter lånefinansierade förvärv har på denna.

Till grund för att undersöka detta ges en bild av hur ägarförändringsklausulen används på marknaden idag, samt hur användningen av denna har sett ut historiskt. Genom att samtidigt granska hur några av de största lånefinansierade förvärven på eurobondmarknaden påverkat investerarna, önskar vi sedan kunna dra slutsatser om vilka effekter den stigande LBO-aktiviteten har på hur obligationer emitteras idag.

1.3 Avgränsningar

För att få ytterligare klarhet i vad uppsatsen ämnar undersöka ges i detta avsnitt riktlinjer för var fokus kommer att vara. Vad gäller definitioner för essentiella begrepp i uppsatsen redogör vi för dessa vidare i avsnitt 1.4 nedan.

En obligation kan emitteras av olika instanser såsom staten, kommuner samt av inhemska och utländska företag.⁵ Vi kommer endast att fokusera på obligationer vilka är utställda av företag, således används begreppet obligation synonymt med företagsobligation genom uppsatsen. Vidare har vi även valt att inkludera MTN-program under begreppet obligation. *Medium Term Notes* används på Eurobondmarknaden av låntagare med ett kontinuerligt lånebehov och vilka önskar en löptid över ett år. MTN-programmen fungerar så att företaget, med hjälp av en eller flera banker, skapar ett ramavtal vilket reglerar högsta tillåtna lånevolym. Genom att företaget sedan kan utnyttja ramavtalet vid framtida emissioner underlättas dokumentationen och

⁴ Moody's Investors Service.

⁵ Fabozzi (2007a, s. 3).

transaktionskostnaderna minimeras.⁶ Däremot exkluderar vi CP-program, vilka visserligen fungerar på lika sätt som MTN-programmen, men endast har en löptid på ett år.

Vi har vidare valt att avgränsa oss till den europeiska obligationsmarknaden eftersom vi vill homogenisera emittenterna och obligationsägarna till dem som i stort påverkas av liknande lagar, regler och riskkaraktistika. Denna uppsats kommer därför inte att beröra den amerikanska obligationsmarkanden eller någon nationell obligationsmarkand. Dessutom har vi valt att koncentrera oss på de obligationer vilka emitteras med en kreditrating över *investment-grade*⁷. Detta kan förklaras med att ägarförändringsklausulen per definition är en klausul vilken ämnar skydda investerare från de värdeförluster som framförallt en nedgradering från *investment-grade* till spekulativ nivå resulterar i.

Då syftet med uppsatsen är att utreda huruvida ägarförändringsklausulen är en ny företeelse och vad som influerat till att klausulen används i den utsträckning den gör idag, kommer vi således endast att fokusera på klausulens popularitet och utveckling över tiden och därmed inte utreda huruvida klausulen är det optimala verktyget för investerare att kontrollera sin risk vid LBO:s.

Ägarförändringsklausulen är ett instrument vilket syftar till att öka skyddet för obligationsägare vid en LBO. Således utgår uppsatsen från obligationsägare och dess situation vid en LBO. Vi avser därmed inte att titta närmare på hur aktiemarknaden påverkas av en LBO och hur detta skiljer sig i förhållande till obligationsmarknaden.

Uppsatsen fokuserar vidare på utvecklingen och användandet av just ägarförändringsklausulen som en form av skydd vid LBO:s. Den ökade LBO-aktiviteten och storleken på LBO:s de senaste åren har dock även bidragit till en växande *credit default swap*-, CDS-, marknad.⁸ Att investera i denna marknad är ett sätt att hantera och skydda sig från risken för *defaults* associerad med LBO:s.⁹ Uppsatsen kommer dock inte att behandla eller beakta CDS-marknaden närmare. Vi bortser även från andra eventuella låneavtalsklausuler och instrument vilka har för avsikt att hantera LBO-risk.

⁶ KPMG Financial Services Consulting (2001, s. 78-79, s. 84-85).

⁷ Vedertagna uttryck på främmande språk kursiveras.

⁸ UBS Investment Research.

⁹ Asdrés, J.

1.4 Definitioner

Nedan ger vi en kort förklaring till vissa centrala begrepp i uppsatsen. Många av dessa begrepp kommer senare att förklaras mer ingående.¹⁰ I viss utsträckning förklaras även begrepp vilka har en mindre roll senare i uppsatsen, men som har en innebörd vilken är viktigt för den allmänna förståelsen.

Företagsobligation är en obligation emitterad av ett företag. Emissionsprocessen leds av en eller ett flertal banker tillsammans. I regel har juridiska avtal utarbetats och undertecknats först ett par veckor efter emissionen.¹¹

Leveraged buyout, LBO, är ett uppköp av ett företag vilket finansieras med lån som säkerställs mot aktier eller tillgångar i samma företag. Konsekvensen blir således att skulderna från förvärvet så småningom hamnar i det uppköpta företaget.¹²

Låneavtalsklausuler är olika restriktioner vilka kan inkluderas i obligationsavtalet. De syftar till att skydda obligationsägarnas och se till deras intresse i händelse av olika framtida omständigheter.¹³

Ägarförändringsklausul är en speciell låneavtalsklausul vilken kan inkluderas i låneavtalet. Klausulen har till funktion att tvinga uppköparna att köpa ut de existerande obligationsägarna i händelse av en ägarförändring. Dock krävs att vissa specifika kriterier uppfylls för att ägarförändringsklausulen ska aktualiseras.¹⁴

1.5 Disposition

Uppsatsen fortsätter härifrån med ett metodavsnitt där vi avser redogöra för uppsatsen vetenskapliga ansatser och hur datainsamlingen genomförts. Vidare presenteras den teoretiska referensramen i avsnitt tre, vilken fokuserar på att förklara vad en obligation är, vilka effekter en LBO har på en obligation samt på vilket sätt en ägarförändringsklausul kan förändra dessa

¹⁰ Se vidare avsnitt 3. Teori.

¹¹ KPMG Financial Services Consulting (2001, s. 70-73).

¹² Woelfel, C. J. (1994, s. 698-699).

¹³ Fabozzi, F. J. (2007a, s. 444-446).

¹⁴ HSBC Global Research (2006).

effekter. Därefter presenteras det empiriska materialet i avsnitt fyra. Empirin är indelad i två huvudområden, ett vilket beskriver LBO-miljön på marknaden då som nu, samt en djupare inblick i tre specifika LBO-fall. Det andra området berör ägarförändringsklausulen och olika aktörers på eurobondmarknaden syn på dess användning och vad som drivit dess efterfråga. Utifrån detta analyseras sedan uppsatsens syfte. Slutligen sammanfattas analysens viktigaste punkter i en slutsats.

2. Metod

I detta avsnitt redogörs först för uppsatsens vetenskapliga ansats. Därefter ges en utförlig beskrivning av hur intervjuerna genomförts samt en kort motivering till urvalet av intervjupersoner. Genom att beskriva de intervjuades situation samt ur vilket perspektiv de bidrar med information önskar vi ge en ökad förståelse för de intervjuades åsikter och ståndpunkter genom uppsatsen. Slutligen redogörs för insamlingen av övrigt datamaterial samt vilka effekter detta samt de valda intervjuerna får på uppsatsens validitet och reliabilitet.

2.1 Undersökningsmetod

Studien är av deskriptiv karaktär då den ämnar förklara ett fenomen och utreda de bakomliggande faktorerna till detta fenomenets uppkomst. Således används en kvalitativ undersökningsmetod eftersom denna typ av djupgående kunskapsinsamling ger möjlighet att skapa en helhetsbild av det undersökta fenomenet. Därigenom möjliggörs en ökad förståelse för sammanhang och strukturer.¹⁵ Genom att tillämpa en kvalitativ studie önskar vi således öka kunskapen och insikten av det studerade fenomenet hos såväl oss själva som läsarna. Dessutom lämpar sig ett kvalitativt angreppssätt då en ett givet fenomen ska försöka tolkas utan att kvantifierbar data finns tillhands.¹⁶

2.2 Datainsamling

2.4.1 Genomförande av intervjuer

Vid användandet av kvalitativa undersökningar är det viktigt att en grad av flexibilitet präglar intervjuerna. Detta gäller både i vad gäller att anpassa sig efter de erfarenheter som uppkommer under informationsinsamlingsfasen och under själva intervjuerna, samt hur frågorna som ställs under intervjuerna behandlas och i vilken utsträckning de avviker från

¹⁵ Holme, I. M. & Solvang, B. K. (1991, s. 60).

¹⁶ Alvesson, M. & Skoldberg, K. (1994, s. 10).
Svenning, C. (1991, s. 150).

intervjumallen.¹⁷ I och med att studien undersöker ett fenomen vilket är nytt för oss har studien kontinuerligt omarbetats utifrån den information vi tillgodogjort oss.

Två olika former av intervjuer har utförts. Dels har intervjuer gjorts på plats hos företag och dels har ett antal telefonintervjuer genomförts. I båda fallen har en intervjumall använts som grund för intervjun för att säkerställa att inget intressant diskussionsområde utelämnats. Avvikelser från mallen har gjorts både från intervjuarens och respondentens sida då möjlighet till ytterligare intressanta frågor och områden utvecklats. Denna flexibilitet är viktig vid en kvalitativ undersökning eftersom respondenten i så stor utsträckning som möjligt själv bör styra utvecklingen av intervjun.¹⁸

Många av respondenterna har önskat att få ta del av intervjufrågorna i förväg. Intervjumallen har då skickats till respondenten minst två dagar före intervjutillfället. Nackdelen med detta förfarande är att eventuella spontana reaktioner på frågorna uteblivit. Å andra sidan har detta ökat informationsvärdet då respondenterna varit införstådda med studiens syfte och själva, tack vare dessas kunskap i ämnet och insyn i marknaden, kunnat utveckla samtalet i intressanta riktningar och även introducerat nya infallsvinklar. Dessutom har ett flertal av de intervjuade givit oss förberett extramaterial under intervjuerna.

I de fall då intervjun genomförts genom att respondenten har träffats har båda författarna närvarat. Intervjun har då i samtliga fall spelats in och allt intervjumaterial har sammanställts i direkt anslutning till intervjun. Detta för att informationen skulle finnas tillgänglig i dess ursprungsform och för att kunna kontakta respondenten på nytt och reda ut eventuella oklarheter så att sådana inte skulle kunna uppkomma långt i efterhand. Vid telefonintervjuerna har endast en av författarna deltagit i samtalet. Intervjun har då muntligt återgivits och transkriberats för den andre författaren direkt efter intervjun. Denne har sedan gått igenom materialet och i de fall då oklarheter uppstått eller behov av komplettering funnits, åter kontaktat respondenten.

Oavsett vilken form av intervju som genomförts har respondenten givits möjlighet att ta del av det empiriska material som sammanställts efter intervjun. Hänsyn har även tagits till de

¹⁷ Holme, I. M. & Solvang, B. K. (1991, s. 80).

¹⁸ Holme, I. M. & Solvang, B. K. (1991, s. 100-101).

respondenter vilka önskat vara anonyma. I dessa fall representerar deras empiriska material företaget som helhet istället för deras personliga åsikt.

2.4.2 Val av intervjupersoner

Vid en kvalitativ undersökning är urvalet av intervjupersoner av avgörande betydelse. Ett bra urval ökar informationsvärdet och ger en djupare och mer fullständig uppfattning om fenomenet som studeras. Urvalet ska därmed vara ett medvetet val utifrån specifika strategiskt definierade kriterier.¹⁹ Nedan motiveras således urvalet av intervjupersoner tillsammans med en beskrivning av deras perspektiv och roll gentemot det studerade fenomenet.

För att utreda huruvida ägarförändringsklausulen är en ny företeelse intervjuades två företag, Scania och SCA, vilka har obligationer med ägarförändringsklausuler utestående på eurobondmarknaden idag. Dessa företag är stora och välkända bland europeiska investerare och har även varit aktiva på eurobondmarknaden en längre tid. Detta gör det intressant att närmare undersöka hur företagen förhåller sig till att emittera med eller utan en ägarförändringsklausul.

I syfte att undersöka vad som vidare influerat till att klausulen används idag har vi valt att undersöka efterfrågan på klausulen bland investerare på eurobondmarknaden. Detta har gjorts genom intervjuer av två svenska AP-fonder, den Tredje AP-fonden och den Fjärde AP-fonden, samt en tysk bank²⁰ vilken är en av landets största för nationella och internationella obligationsemissioner. Båda AP-fonderna råder under Finansdepartementet och förvaltar en buffertfond vilken inte rörs på 15 år. Den Fjärde AP-fonden måste, enligt sitt placeringsreglemente, placera 30 procent av fondens tillgångar i räntebärande papper, det vill säga i obligationer. Däremot investerade fonden endast i aktier för sex år sedan.²¹ Även Tredje AP-fonden ska investera minst 30 procent av fondens tillgångar i räntebärande värdepapper med låg kreditrisk och god kvalitet, det vill säga i obligationer över *investment-grade*. Dock investerar Tredje AP-fonden cirka 45 procent av sina medel i räntebärande papper, vilket tillåter den att i varje papper ta lite mer risk än vad lagen säger och därmed

¹⁹ Holme, I. M. & Solvang, B. K. (1991, s. 101).

²⁰ Anonym enligt överenskommelse.

²¹ Rundle, S.

investera i obligationer med ett kreditbetyg under *investment-grade*.²² Den tyska banken styrs inte av något placeringsreglemente men har en önskad nivå av riskexponering. Om denna nivå skulle överskridas väljer banken hur den ska agera beroende på vilket företag det är där avgörande faktorer är rating och vilka fundamentala förändringar som gjorts i företaget. Vid en LBO kan den således välja att antingen behålla obligationen till förfall, förutsatt att företaget inte går i konkurs, eller lösa ut den direkt och ta förlusten.²³

För att ge ett vidare perspektiv på ägarförändringsklausulens popularitet och vad som resulterat i dess användning, har vi valt att mer noggrant redogöra för tre LBO-fall, nämligen ISS, TDC och BAA. För att få en djupare kunskap i processen kring LBO:n av ISS har Florian Grandcolas, kreditanalytiker på AXA Investment Management i Paris, intervjuats. Grandcolas hade en aktiv roll i LBO:n genom att vara delaktig i bildandet av den oppositionsgrupp med investerare vilken sedan hotade att vidta rättsliga åtgärder mot ISS:s nya ägare om de inte agerade och tog hänsyn till investerarnas krav.

I syfte att ge ett ytterligare djup och förståelse för relationen mellan investerare och emittenter har SEB Credit Origination Team intervjuats. Genom sin roll som credit originator verkar de som en mellanhand och har en central roll i förhandlingen mellan investerare och företagen i emissionsprocessen.

För att få en ökad insikt i hur en LBO påverkar obligationsägarna och vilken betydelse en ägarförändringsklausul har vid en sådan situation, har kreditvärderingsinstitutet Standard & Poor's intervjuats. Företaget är noggrant med att inte beakta rykten och spekulationer om potentiella uppköp i sin bedömning av kreditratingen utan tar endast hänsyn till bekräftade bud.²⁴

2.4.3 Övrig datainsamling

Eftersom vår uppsats behandlar ett område vilket är relativt utforskat har tillgången till vetenskapligt material varit begränsat. Då vi även avgränsat oss till att studera den europeiska obligationsmarknaden och därmed inte inkluderat den amerikanska, har tillgången på material

²² Asdrés, J.

²³ Tysk bank.

²⁴ Ziga, A.

begränsat ytterligare. Uppsatsen bygger därmed till stor del på intervjuer och icke vetenskapliga artiklar. Största delen av den insamlade data är ifrån affärspressen samt olika marknadsanalytikens och ratinginstituts undersökningar. Då uppsatsen är av deskriptiv karaktär har dessa data varit till stor nytta för att återge en bild av hur förhållandena gällande den studerade företeelsen är på marknaden idag såväl som historiskt.

2.5 Validitet och reliabilitet

Validitet är studiens förmåga att mäta det som avses att mätas. Validiteten kan sedan delas in i en inre och en yttre validitet. Inre validitet behandlar den direkta kopplingen mellan studiens teori och empiri. Mer specifikt ska studiens delmoment designas så att de kan uppnå inre validitet för att sedan helheten ska uppnå validitet. Viktigt då är exempelvis att rätt personer har intervjuats och att ett tillräckligt antal indikatorer medtagits för att täcka in studiens problem.²⁵

För att få tillgång till informationsrika intervjuer där respondenterna förmodades ha god kunskap om de företeelser vi undersöker, har vi till viss del tagit hjälp av Louis Landeman, chef för SEB Credit Research i Stockholm samt Antoinette Hennessy, Head of Bond Sales SEB Capital Markets i London. Detta må ha påverkat och styrt urvalet av tillgänglig data men har samtidigt varit en styrka eftersom dessa personers kunskap och positioner kunnat förbättra vår möjlighet till att öka informationsinnehållet.

Yttre validiteten ser till studiens helhet och bygger på den teoretiska referensramen. Den yttre validiteten ligger till grund för möjligheten att utifrån en specifik undersökning nå generaliserbara slutsatser. Avgörande för huruvida denna kan uppnås eller inte är, precis som för inre validitet, urvalet av intervjupersoner.²⁶ I och med att en kvalitativ undersökning görs syftar studien i första hand till att skapa en djupare förståelse för det studerade fenomenet och att beskriva helheten av sammanhanget snarare än att pröva huruvida informationen har en generell giltighet.²⁷

²⁵ Svenning, C. (1991, s. 61-62).

²⁶ Svenning, C. (1991, s. 63).

²⁷ Holme, I. M. & Solvang, B. K. (1991, s. 14).

Reliabilitet mäter tillförlitligheten i studiens mätningar. En god reliabilitet innebär att undersökningen är möjlig att upprepa med samma resultat.²⁸ En kvalitativ undersökning är dock mer exemplifierande än generaliserande och ämnar beskriva och förklara ett fenomen utifrån olika aspekter och perspektiv, vilket leder till ett tolkningsutrymme av fenomenet. Detta gör att det är svårt att uppnå en högre grad av reliabilitet inom kvalitativa undersökningar.²⁹ Detta problem kan dock reduceras med införandet av tydliga definitioner samt att ett flertal indikatorer används för att säkerställa tillförlitligheten i studiens data.³⁰ För att höja reliabiliteten har tydliga avgränsningar gjorts i studien samtidigt som de mest centrala begreppen finns definierade i avsnittet 1.4. För att öka tillförlitligheten och tydliggöra förekomsten av ett flertal indikatorer är det stundtals refererat till flera källor samtidigt. Vidare har detaljerad information kring uppsatsens informationskällor lämnats vilket borde underlätta att ett liknande resultat uppnås vid en replikering av studien.

²⁸ Svenning, C. (1991, s. 60, 64).

²⁹ Merriam, S. D. (1994, s. 181).

³⁰ Svenning, C. (1991, s. 67).

3. Teori

För att analysera huruvida ägarförändringsklausulen är ett nytt fenomen och utreda vad som drivit efterfrågan av denna beskrivs obligationer, LBO:s, låneavtalsklausuler och dessas samverkan mer utförligt i detta avsnitt. Teorin syftar således till att öka förståelsen inför empirin och den avslutande analysen. På grund av detta är vissa delar av teorin mer kunskapsfokuserat och inriktat på att ge en bakgrundsförståelse, snarare än att vara ett verktyg vilket kommer analyseras vidare i uppsatsen.

3.1 Vad är en obligation?

3.1.1 Karakteristika av en obligation

En obligation är ett kreditinstrument som kräver att emittenten återbetalar investeraren det lånade beloppet plus ränta över en specificerad livstid.³¹

Varje obligation är uppbyggd med en specifik löptid, kupongränta, ett nominellt belopp och kan även innehålla olika låneavtalsklausuler. Löptiden betecknar tiden över vilken låntagaren har lovat att möta villkoren för obligationen vilka specificerats i avtalet. Den dag löptiden går ut och obligationen därmed upphör att existera betalas det nominella beloppet tillbaka. Löptiden är viktig ur tre aspekter. För det första eftersom den indikerar den perioden under vilken obligationsägaren kan förväntas erhålla ränta samt det antal år tills det nominella beloppet återbetalas. För det andra beror obligationens förväntade avkastning av dess löptid. Slutligen fluktuerar obligationens pris med marknadens avkastningskrav. Generellt gäller, givet att alla andra faktorer är konstanta, att desto längre löptid en obligation har desto större är risken att marknadens avkastningskrav förändras och således skapar volatilitet i priset.³²

Obligationens nominella belopp är det värde emittenten kommer överrens om att betala tillbaka till obligationsägaren vid förfallodagen medan kupongräntan motsvarar den ränta investerarna erhåller från emittenten. Den årliga ränteutbetalningen nämns som kupong och beräknas som produkten av kupongräntan och det nominella beloppet. Kupongräntan kan vara

³¹ Fabozzi, F. J. (2007a, s. 1).

³² Fabozzi, F. J. (2007a, s. 3).

strukturerad på olika sätt. Exempelvis kan låntagaren välja att emittera en obligation med rörlig ränta vilket innebär att kupongräntan justeras i förhållande till en benchmark som exempelvis STIBOR, Stockholm Interbank Offered Rate.³³

Obligationsavtal kan även innehålla olika sorters låneavtalsklausuler vilka ger obligationsägaren eller långivaren rättigheten att agera på ett visst sätt gentemot den andre. De mest kända klausulerna är obligationer innehållande en köption, vilken ger låntagaren rätten att återbetala skulden före förfall eller en säljoption vilken ger obligationsägarna rätten att sälja tillbaka obligationen.³⁴ Ytterligare exempel på låneavtalsklausuler kommer att diskuteras i avsnittet 3.1.5 Låneavtalsklausuler, säkerheter och prioritering.

3.1.2 Prissättning av en obligation

Priset på en obligation likställs med nuvärdet av obligationens förväntade kassaflöde. För att bestämma priset på obligationen krävs därför en uppskattning av dels det förväntade kassaflödet och dels den förväntade avkastningen. Förväntat kassaflöde utgörs av summan av alla kuponger, c , samt det nominella beloppet, M , och är för en obligation med fast kupongränta given. Den förväntade avkastningen måste däremot uppskattas och består av den riskfria räntan plus en riskpremie. Riskpremien består av *spot rate* y_t samt kredit-spreaden $s_t^{(i)}$. Vanligast är att den förväntade avkastningen jämförs med avkastningen på andra finansiella instrument med jämförbar risk eller en ekvivalent investering. Priset av en obligation härleds därmed genom följande formel³⁵:

$$P = \sum_{t=1}^T \frac{c}{(1 + y_t + s_t^{(i)})^t} + \frac{M}{(1 + y_T + s_T^{(i)})^T}$$

Det finns olika orsaker till varför priset på en obligation förändras över dess livstid vilket kan förklaras enligt denna formel. Nedan anges några anledningar:

³³ Fabozzi, F. J. (2007a, s. 3-4).

³⁴ Fabozzi, F. J. (2007a, s. 5).

³⁵ Sodini, P.

- **En förändring av marknadsräntorna i ekonomin.**

Marknadsräntan påverkar den förväntade avkastningen *y*. Enligt formeln ovan förändras priset på obligationen i motsatt riktning till den förväntade avkastningen. Detta innebär att om den förväntade avkastningen stiger resulterar det i att nuvärdet av kassaflödet, vilket diskonteras med den förväntade avkastningen, minskar. Således sjunker även priset.³⁶

- **Den förväntade avkastningen är konstant men obligationen närmar sig förfall.**

En obligation kan vid emission säljas till ett pris över eller under det nominella beloppet. Om den säljs till en premie, understiger istället kupongräntan den förväntade avkastningen och tvärt om ifall den säljs till ett pris under det nominella beloppet. Vid förfall däremot motsvaras obligationens pris alltid av det nominella beloppet. Detta innebär att obligationens pris kommer konvergera mot det nominella beloppet över tiden.³⁷

- **Då *spreaden* mellan den förväntade avkastningen och avkastningen på riskfria investeringarna förändras.**

Spreaden mellan den riskfria räntan och den förväntade avkastningen på företagsobligationer motsvarar riskpremien. Om *spreaden* exempelvis ökar kommer riskpremien att öka vilket leder till att investerarna kräver en högre avkastning och priset kommer att sjunka.³⁸

- **Då kreditkvaliteten hos emittenten förändras.**

Förutsatt att räntenivån i ekonomin och *spreaden* mellan den förväntade avkastningen och den riskfria räntan är konstanta kommer priset att justeras om kreditkvaliteten förändras. Om kreditkvaliteten exempelvis försämras innebär detta en ökad risk för obligationsägaren vilket denne kräver en riskpremie för. Således kommer avkastningskravet och diskonteringsfaktorn att öka vilket sänker priset på obligationen.³⁹

³⁶ Fabozzi, F. J. (1997, s. 50).

³⁷ Fabozzi, F. J. (1997, s. 52-53).

³⁸ Ibid.

³⁹ Ibid.

3.1.3 Risk associerad med att investera i en obligation

Enligt vad som sagts ovan kan avkastningen på en obligation delas upp i dels räntebetalningar och dels en möjlig kapitalvinst vilken utgörs av skillnaden mellan priset och det nominella beloppet. Dessa två källor till avkastning utsätts under löptiden för olika sorters risker, vilka i förlängningen påverkar priset som beskrivet ovan. Exempel på sådana risker är risken för en förändring i *yield curve*, risken att räntan vilken kupongbetalningarna återinvesteras till förändras, likviditetsrisk och volatilitetsrisk. Vi kommer dock att fokusera på ränterisk, kreditrisk samt *event risk*.⁴⁰

Ränterisk innebär risken för förändring i marknadsräntan eftersom priset på en obligation sjunker då räntan stiger. Om investeringen avses hållas till förfall kommer ränterisken inte att ha någon verkan eftersom det nominella beloppet är fast. Om innehavet däremot endast är en kortsiktig investering eller investeraren tvingas sälja obligationen före förfall kommer han på grund av att priset sjunkit att realisera en förlust.⁴¹

Kreditrisk är en risk vilken varje investerare är exponerad mot och kan delas in i tre olika typer av risker. Den första sorten är *default risk*, vilket definieras som risken att emittenten är insolvent att betala en kupongränta eller det nominella beloppet i tid. Om så är fallet innebär det dock inte att obligationsägarna inte får ut sin pengar utan en investerare kan ändå förvänta sig att få tillbaka en viss procent av investeringen, kallad *recovery rate*. På grund av att obligationer har en kreditrisk säljs de till ett lägre pris än motsvarande riskfria investeringar och denna prisskillnad motsvarar en riskpremie. Den del av riskpremien som relaterar till *default risk* kallas kredit-spread. *Credit spread risk* är en andra typ av kreditrisk och motsvarar risken att värdet på ett lån sjunker som en effekt av att marknaden kräver en högre effektiv ränta när emittentens kreditvärdighet försämras. För obligationer graderade ovanför *investment-grade* oroar sig investerare främst för förändringar i kreditratingen till följd av en ökad kreditrisk och de kostnader detta innebär för dem snarare än en faktisk *default*. Detta beror på att det uppfattas som osannolikt att ett företag med en sådan hög kreditvärdighet inte kan fullgöra sina betalningar medan en förändring i kreditrisken påverkar avkastningskravet och sänker värdet på obligationen. Detta är den tredje typen av kreditrisk och refereras till som *down grade risk*, vilket innebär risken för en oförutsedd nedgradering av en obligation.

⁴⁰ Fabozzi, F. J. (1997, s. 18).

⁴¹ Fabozzi, F. J. (2007a, s. 6).

Långivarna, tillika obligationsägarna, hanterar kreditrisken genom säkerheter, reglerad prioritering vid konkurs och olika låneavtalsklausuler.⁴²

Risken att emittentens förmågan att fullgöra sina betalningar allvarligt förändras på grund av en oförutsedd händelse refereras till som *event risk*. I regel handlar det antingen om en natur- eller industrikatastrof eller ett uppköp.⁴³ Exempel på olika *event* förekommande på marknaden idag är fusioner, nyfinansiering, omstruktureringar, återköp av aktier, uppköp och lånefinansierade förvärv, det vill säga LBO:s. Sammantaget för dessa *event* är att de ofta skapar en substantiell förändring i företagets kapitalstruktur på ett sätt så att skuldsättningsgraden ökar. En ökad skuldsättning innebär en högre kreditrisk vilket i många fall leder till att kreditratingen faller under *investment-grade*.⁴⁴

3.1.4 Kreditrating

Storleken på kreditrisken som långivarna utsätter sig för avspeglas i den riskpremie de kräver. Då kreditrisken förändras påverkas obligationens pris vilket en investerare kan sälja den för på andrahandsmarknaden. Att kunna kvantifiera och mäta kreditrisken är därför viktigt.⁴⁵ För att estimeras kreditrisken utförs en rad olika kreditanalyser. Dessa sammanställs ofta av olika investmentbanker såväl som av stora institutionella investerare. Mindre investerare som inte har möjlighet till egna kreditanalyser förlitar sig istället på analysen från erkända ratingföretag, exempelvis Standard & Poor's Corporation, Moody's Investors Service och FitchRatings, vilka gör kreditanalyser och redovisar dessa i form av *ratings*.⁴⁶ Ett företags kreditrating motsvarar den generella kreditvärdigheten på emittenten eller kreditvärdigheten med avseende på emittenten och en specifik obligation. Ratingen säger därför inget om huruvida det är ett bra eller dåligt företag och ger inga investeringsrekommendationer, utan mäter endast vilken risk en investerare tar genom att investera i obligationen.⁴⁷

Nedan följer en summering av ratingsystemet:⁴⁸

⁴² Fabozzi, F. J. (2007b, s. 29-31).

⁴³ Fabozzi, F. J. (1997, s. 23-24).

⁴⁴ Fabozzi, F. J. (1997, s. 225-227).

⁴⁵ Bream, R. (1999).

⁴⁶ Fabozzi, F. J. (2007a, s. 162).

⁴⁷ Flink, M.

Fabozzi, F. J. (1997, s. 225).

⁴⁸ Fabozzi, F. J. (2007a, s. 163).

Moody's	S&P	Fitch	D&P	Brief Definition
Investment Grade: High Creditworthiness				
Aaa	AAA	AAA	AAA	Gilt edge, prime, maximum safety
Aa1	AA+	AA +	AA+	
Aa2	AA	AA	AA	
Aa3	AA-	AA -	AA-	
A1	A+	A +	A +	Very high grade, high quality
A2	A	A	A	
A3	A-	A -	A -	
Baa1	BBB+	BBB +	BBB+	
Baa2	BBB	BBB	BBB	Upper medium grade
Baa3	BBB-	BBB -	BBB -	
Lower medium grade				
Distinctly Speculative: Low Creditworthiness				
Ba1	BB+	BB +	BB+	Low grade, speculative
Ba2	BB	BB	BB	
Ba3	BB-	BB -	BB-	
B1	B+	B +	B+	
B2	B	B	B	Highly speculative
B3	B-	B -	B -	
Predominantly Speculative: Substantial Risk or in Default				
Caa	CCC+	CCC	CCC	Substantial risk, in poor standing
	CCC-			
Ca	CC	CC		May be in default, extremely speculative
C	C	C		
	CI			
		DDD		
		DD	DD	
	D	D		Default

Ratings över Baa3/BBB- anses ha hög kreditvärdighet och ligger ovanför *investment-grade*. Obligationer med lägre rating anses vara spekulativa investeringar och således mer riskfyllda och refereras ofta till som skräpobligationer. Företagsobligationsmarknaden delas in i dessa två olika kategorier av obligationer.⁴⁹

Vilken rating ett företag eller obligation har beror både på operationell och på finansiell risk. Den finansiella risken grundar sig i emittentens finansiella förmåga att genomföra betalningarna i enighet med emissionsavtalet. Närmare analyseras likviditeten, kapitalstrukturen, förmågan att generera kassaflöde samt bolagets ledning. Den operationella risken beror av branschspecifika karakteristika, konkurrenssituationen, teknologi och kostnadseffektivitet. För ratings över *investment-grade* väger den operationella och finansiella risken lika medan den finansiella risken dominerar för skräpobligationer.⁵⁰

⁴⁹ Fabozzi, F. J. (2007a, s. 163).

⁵⁰ Flink, M.

En rating kan fylla olika syften för olika parter vilka har intresse i ratingen, men viktigast här är att poängtera att dess yttersta avsikt är att avspegla företagets och obligationens kreditvärdighet och således dess kreditrisk.⁵¹

3.1.5 Låneavtalsklausuler, säkerheter och prioritering

Investerares intresse vid en eventuell *default* är att veta hur mycket av sin andel som de kan förväntas bli ersatta för. Risken för *default* och vilken *recovery rate* investeringen har är därmed två viktiga faktorer för långivare. Genom olika grader av säkerheter och låneavtalsklausuler vilka kan ändra investeringens prioriteringsordning vid en *default* kan långivare påverka investeringens *recovery rate*.⁵²

Företagsobligationer kan vara säkerställda med exempelvis en fastighet, anläggning eller en finansiell tillgång. En obligation med säkerhet ställd har företräde framför obligationer utan säkerhet vid en eventuell *default*. Långivarna till de efterställda obligationerna kan således inte göra ett större anspråk på tillgångarna än vad som kvarstår efter att de prioriterade fordringsägarna blivit betalda. Innehavarna av de efterställda skulderna hanterar denna kreditrisk genom att kräva en högre riskpremie.

Ett ytterligare sätt att öka skyddet för de efterställda skulderna och minimera riskerna involverade i att investera i obligationen, är att i emissionsavtalet avtalsmässigt reglera låntagarens handlingsfrihet i form av så kallade låneavtalsklausuler. När en obligations kreditvärdighet ska bedömas tas noggrann hänsyn till huruvida den inkluderar någon klausul. Syftet med olika låneavtalsklausuler är att se till obligationsägarnas intresse vid till exempel aktievänliga handlingar och oförutsedda händelser, vilka påverkar obligationsägarna negativt.⁵³ Obligationer med låg kreditvärdighet och som är mer subordinerade tenderar att använda låneavtalsklausuler mer än obligationer med hög kreditrating.⁵⁴

Generellt finns det två olika sorters skydd; positiva låneavtalsklausulers vilka kräver företaget att ge löfte om att göra vissa specifika åtgärder, samt negativa klausuler vilka istället är

⁵¹ Flink, M.

⁵² UBS Investment Research.

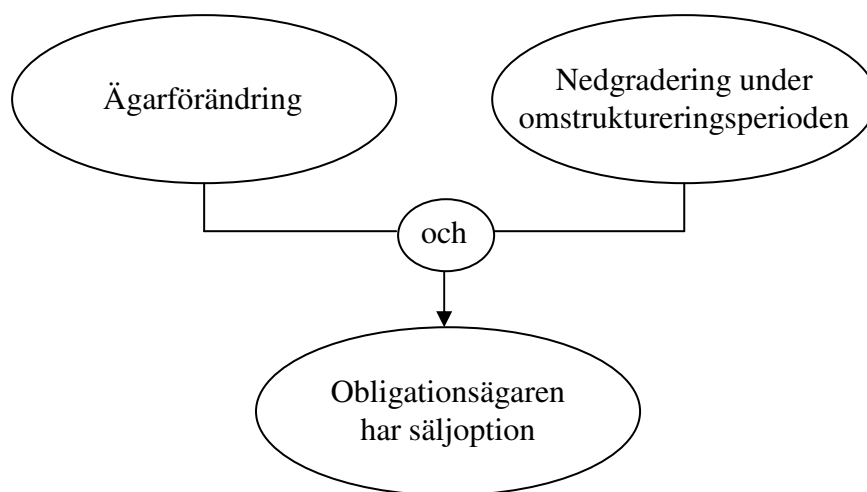
⁵³ Fabozzi, F. J. (2007a, s. 444-446).

⁵⁴ UBS Investment Research.

restriktiva och förhindrar företaget från att utföra vissa handlingar.⁵⁵ Negativa låneavtalsklausuler kan exempelvis begränsa emittentens möjlighet att gynna aktieägare genom utdelning eller återköp av aktier. En form av negativa låneavtalsklausuler är en *negative pledge* som kräver att eventuell osäkrad existerande skuld ska få samma säkerhet och prioritet som en eventuell framtida säkerställd skuld. Positiva låneavtalsklausuler kan däremot motsvaras av en ägarförändringsklausul, vilken innebär att företaget vid ett uppköp måste köpa ut obligationsägarna till det nominella beloppet.⁵⁶ Denna ägarförändringsklausul förklaras mer grundligt i följande stycke.

3.1.6 Ägarförändringsklausulen

En form av låneavtalsklausul är den så kallade ägarförändringsklausulen. Innebörden av klausulen är att om en ägarförändring inträffar och det inom en definierad omstruktureringsperiod sker en nedgradering i företagets rating så har, och endast då, obligationsägarna en säljoption till vilken de får sälja obligationen till det nominella beloppet. Detta illustreras nedan genom följande schema:



Ägarförändringsklausulen syftar således till att skydda investerarna då ett uppköp och ägarbyte leder till att företagets kreditvärdighet försämras avsevärt.⁵⁷

⁵⁵ Fabozzi, F. J. (2007a, s. 444-446).

⁵⁶ Bream, R. (1999).

⁵⁷ HSBC Global Research (2006).

För att klausulen ska utlösas krävs därmed en tydlig definition på ägarförändring, omstruktureringsperiod, nedgradering i företagets rating och nominellt belopp. Dokumentationen och regelverket som styr klausulen är till en viss grad standardiserad, men definitionerna kan variera. Idag har definitionerna för ägarförändringsklausulen förändrats och blivit mer sofistikerade jämfört med tidigare för att säkerställa klausulens funktionalitet vid en eventuell aktivering.⁵⁸

3.2 Leveraged buyout

3.2.1 Vad är en LBO?

En LBO är en metod att förvärva ägarkontrollen över ett företag genom att låna mot företagets tillgångar. Ofta innebär det att tillgångar säljs av för att betala av skulden. Mer specifikt innebär en LBO att en befintlig aktieägare eller ledningen köper ut resterande aktieägare och således privatiserar företaget. Förvärvet finansieras med ett substantiellt lånebelopp vilket säkerställts mot aktierna samt tillgångar i det förvärvade företaget. Detta resulterar i att redan existerande långivare utan specifik säkerhet står för mestadels av risken. För att säkerställa att alla aktieägare skall acceptera uppköpsbudet brukar förvärvarna vanligtvis erbjuda en premie över aktiekursen. Uppköparna förlitar sig sedan på att företagets genererade kassaflöde och vinst skall kunna bära de räntebetalningarna och amorteringarna vilket förvärvet skapat, vilket resulterar i ett företag med en hög skuldsättningsgrad. LBO:s är framförallt attraktiva under ekonomisk tillväxt och liten inflation samt när det finns möjlighet till kostnadsbesparingar och omstruktureringar hos det förvärvade företaget.⁵⁹ Sammanfattningsvis är det som karakteriserar en LBO följande:⁶⁰

1. en ökning av skulden i målföretaget.
2. ledningens ägarintresse i företaget ökar betydligt.
3. en förändring i ägarstyrningen, nya ägare tar plats i styrelsen och övervakar strategi och resultat.
4. företaget privatiseras och mister således sin kontakt med aktiemarknaden.

⁵⁸ HSBC Global Research (2006).

⁵⁹ Woelfel, C. J. (1994, s. 689-699).

⁶⁰ Palepu, K. G.

Den principiella strukturen bakom en LBO är att en eller grupp av finansiella förvärvare skapar en ny enhet i företagsstrukturen vilket i sin tur har till syfte att förvärva målföretaget. För att göra detta tar den nya enheten upp ett bryggån vilket efter förvärvet substitueras mot en långsiktig finansiering innehållande en blandning av säkerställt lån med hög prioritet samt högriskskuld, exempelvis skräpobligationer. Den långsiktiga skulden hamnar i det förvärvade företaget genom en sammanslagning av företaget och den förvärvande enheten. I de fall då förvärvet inte resulterar i någon sammanslagning utbetalas en speciell utdelning från målbolaget till den förvärvade enheten. På så sätt substitueras skulden hos den köpande enheten till att hamna i målföretaget istället. Genom att förflytta den nyupptagna skulden till det förvärvade företaget optimeras kapitalstrukturen för utnyttjande av skattesköldar.⁶¹

Positiva effekter från en LBO kan kopplas till de organisatoriska omstruktureringar vilka ofta resulterar i en effektivare och lönsammare verksamhet. Dock innebär den nya kapitalstrukturen med drastisk ökad skuldsättning att den finansiella risken ökar. I regel dominerar den finansiella risken över den reducerade operationella risken med en ökad kreditrisk som resultat.⁶²

3.2.2 LBO:s effekter på utestående obligationer

För aktiemarknaden innebär en LBO att företaget köps ut från börsen. Därmed tjänar aktieägarna ofta ett påtagligt premium över den aktuella börskursen före annonseringen av LBO:n. För ägarna till de utestående obligationerna skapar LBO:n dock ett problem eftersom andelen skuld i bolaget ökar *default risk*. Dessutom kan utestående obligationer ofta bli subordinerade de nya vilket oftast leder till att kreditratingen för utestående obligationer som handlades i *investment-grade* före LBO:n graderas ned till spekulativ nivå. Sammantaget leder den tilltagande kreditrisken till att marknadens avkastningskrav ökar vilket minskar obligationens värde.⁶³

⁶¹ UBS Investment Research.

⁶² Palepu, K. G.

⁶³ Smith, A.

3.2.3 Låneavtalsklausulers verkan vid LBO:s

Generellt saknar uppköparen vid en LBO ekonomiskt intresse av att återköpa redan utestående obligationer om ingen låneavtalsklausul kräver det. Orsaken är att det utestående lånet motsvarar en relativt billig finansiering som i sådana fall måste ersättas av dyrare finansiering i form av skräpobligationer. Det kan däremot finnas ett ekonomiskt incitament att köpa ut de utestående obligationsägarna om obligationen förfaller inom en snar framtid. Det beror på att banker, för att låna ut till förvärvet, ofta kräver att ingen efterställd skuld ska förfalla inom löptiden för deras lån eftersom det skulle kunna påverka företagets återbetalningsförmåga negativt.⁶⁴

Om uppköparen inte självmant väljer att köpa ut obligationsägarna, kan ägaren till de utestående obligationerna reducera värdeförlusten med hjälp av olika låneavtalsklausuler specificerade i obligationsdokumentet. Vilken sorts klausul det är reglerar huruvida de utestående obligationerna kommer att köpas tillbaka, annulleras, fortsätta att vara utställda eller läggs anbud på.⁶⁵

⁶⁴ Citigroup Global Markets.

⁶⁵ Asquith, P. & Wizman, T. A.

4. Empiri

Det empiriska avsnittet innehåller information från intervjuer samt från artiklar och facklitteratur. Avsnittet syftar till att bidra med information kring marknadsaktörernas syn på eurobondmarknaden då och nu, LBO-aktiviteten, förekomsten av ägarförändringsklausulen samt att få en överblick över de LBO:s som skedde med ISS, TDS och BAA.

4.1 LBO-miljön – aktiviteten på marknaden då och nu

Under 1990-talet fick LBO-aktiviteten ordentlig fart och fördubblades från decenniets början till dess slut.⁶⁶ Aktiviteten fortsatte sedan att stiga. Från 1996 och tio år framåt femdubblades LBO-aktiviteten på eurobondmarknaden⁶⁷, till att under det tredje kvartalet 2006 omsätta nära 80 miljarder euro. Det var speciellt under 2005 och 2006 som LBO-aktiviteten verkligen tog fart.⁶⁸ Aktiviteten tros fortsätta i hög takt även under 2007.⁶⁹



Att LBO-aktiviteten på eurobondmarknaden ökat kan förklaras både av globala trender och av specifika omständigheter på den europeiska marknaden. Bland de globala faktorerna återfinns

⁶⁶ Bream, R. (1998).

⁶⁷ Journal of Applied Corporate Finance, published for Morgan Stanley by Blackwell Publishing.

⁶⁸ ECB Monthly Bulletin.

⁶⁹ Moody's Investors Service.

hög likviditet och därmed kapacitet hos riskkapitalbolagen att investera,⁷⁰ samt dagens låga ränta som gjort det billigare att låna och därmed lättare att öka bolagets skulder.⁷¹ Dagens låga ränta har även lett till att riskkapitalister i dag söker högriskinvesteringar som kan ge god avkastning i en tid då räntefonder ger låg avkastning och investerare är villiga att ta högre risk än så.⁷² Dessutom har konkurrensen bland finansiärer till LBO:s ökat vilket har lett till ett ökat utbud av kapital och således stigande belåningsgrader vilket lett till kraftigt ökande överlåtelsepriser.⁷³ Till de globala faktorerna hör även att det idag finns många fler instrument på marknaden vilka långivare kan använda sig av för att skydda sig mot risk. Detta har, förutom att öka riskkapitalisternas vilja att investera, även bidragit till att banker kunnat transferera lån med hög kreditrisk bort från sina böcker, vilket givit plats för dem att ge ut nya lån.⁷⁴

Till de mer specifika omständigheterna på eurobondmarknaden som bidragit till ökad LBO-aktivitet, hör att många företags vinster och därmed kassor ökat, vilket gjort dem mer attraktiva för utköp.⁷⁵ Att konjunkturen varit bra en längre tid samtidigt som företag efter IT-bubblan intagit en defensiv ställning och successivt försökt att minska sin skuldsättning, även det med en ökad kassa som resultat, har också bidragit.⁷⁶ Dessutom är graden av *defaults* på eurobondmarknaden låg, vilket även det attraherar investerare.⁷⁷ Införandet av euron, vilket underlättat handeln, har också varit en bidragande orsak till den ökade LBO-aktiviteten.⁷⁸ Det går dock att uttyda en trend att antalet LBO:s bara ökat marginellt senaste åren medan volymerna fortsatt att stiga, vilket tyder på att storleken på individuella LBO:s idag är större än förut.⁷⁹

Under 2007 förväntas LBO-risken att fortsätta vara signifikant. Detta trots att graden av *defaults* sakta ökat samtidigt som företag, under första kvartalet, fortsatte att värderas allt

⁷⁰ ECB Monthly Bulletin.
Bream, R. (1998).

⁷¹ ECB Monthly Bulletin.
Wiehe, W.

⁷² Wiehe, W.

⁷³ Riksbanken.

⁷⁴ ECB Monthly Bulletin.

⁷⁵ Ibid.

⁷⁶ Asdrés, J.

⁷⁷ Standard & Poors.

⁷⁸ ECB Monthly Bulletin.
Bream, R. (1998).

⁷⁹ Citigroup Global Markets.

högre.⁸⁰ Att LBO-aktiviteten fortsatte vara hög bekräftades så sent som i april 2007 då den hittills största LBO:n i Europa genomfördes. Det brittiska företaget Alliance Boots blev då uppköpt av Kohlberg Kravis Robert och Alliance Boots vice styrelseordförande Stefano Pessina.⁸¹ Företagets utestående obligationer saknar en ägarförändringsklausul och det är fortfarande oklart huruvida de kommer att köpas ut eller inte.⁸² Hur ett företags nya ägare efter en LBO agerar gentemot investerarna till de redan utestående obligationerna vilka saknar en ägarförändringsklausul är inte självklart, vilket exemplifieras med LBO:erna av ISS, TDC och BAA.

4.1.1 ISS

I slutet av mars 2005 lade konsortiet Purus, bestående av Investors riskkapitalbolag EQT och Goldman Sachs Capital Partners, ett bud på de utestående aktierna i det danska städföretaget ISS. Budet var värt 22,1 miljarder kronor, motsvarande 470 kronor per aktie, vilket innebar en premie på 31 procent. I slutet på april rekommenderade ISS:s styrelse sina aktieägare att acceptera budet och i början på maj gav även EU-kommissionen sitt godkännande för förvärvet. Strax därefter hade Purus fått acceptans från aktieägare motsvarande 91,5 procent av aktierna i ISS. Att ett riskkapitalbolag lade bud på ett så stort bolag som ISS kom som en chock för marknaden som ansåg att ISS var ett stabilt och säkert företag att investera i.⁸³

Bara tre månader före LBO:n emitterade ISS två obligationer; en EUR850m med förfall 2010 och en EUR500m med förfall i 2014. Att inkludera en ägarförändringsklausul övervägdes då aldrig. Anledningen var att ISS inte motsvarade profilen för en typiskt LBO-kandidat. Att ISS sedan blev LBO:ade medförde en förändrad syn bland investerare vad gäller vilka företag som kan anses vara potentiella LBO-kandidater.⁸⁴

Det var särskilt de som investerat i ISS-obligationer som reagerade starkt på LBO:n, eftersom EQT och Goldman Sachs Capital Partners åsidosatte dessa och endast såg till vilken premie förvärvet skulle ge aktieägarna. De köpande parterna reagerade dock med förvåning över den stora uppståndelse från investerarnas sida som LBO:n innebar. Obligationsägarna hävdade att

⁸⁰ SEB Merchant Banking – Trading Strategy.

⁸¹ Risk, H.

⁸² Barley, R.

⁸³ Euroweek (2005a).

⁸⁴ Grandcolas, F.

de investerat i obligationer vilka avsågs förbli ovanför *investment-grade*. Nu, med hänsyn till den nya kapitalstrukturen, nedgraderade istället Standard & Poor's ISS:s utestående obligationer från BBB+ till B. Priset på EUR850m med förfall 2010 handlades före LBO:n till 105% men var efter förvärvet endast 85% av det nominella beloppet. Obligationens värde hade således minskat med 20 procentenheter. Motsvarande siffra för obligationen EUR500m med förfall i 2014 var 25-35 procentenheter. Investerarna till dessa obligationer led således enorma förluster och eftersom obligationerna inte innehöll någon ägarförändringsklausul var ISS rättsligt inte skyldigt att köpa ut de missnöjda obligationsägarna. LBO:n resulterade istället i att investerarna till de två utestående obligationerna, genom sina förluster, möjliggjorde att förvärvet blev lönsamt genom deras billiga finansiering. LBO:n medförde således att aktieägarna kunde sköta sig på obligationsägarnas bekostnad.⁸⁵

Som svar på detta startade en grupp investerare och analytiker en lobbying-grupp emot ISS. Gruppen förlitade sig på en *negative pledge* vilken ämnade förhindra de utestående obligationerna från att bli efterställda någon ny skuld. Investerarna fruktade dock att förvärvarna kunde komma runt detta genom att emittera seniora skulder via ett dotterbolag till ISS. För att försäkra sig om att priset på de utestående obligationerna inte föll ytterligare hotade gruppen att vidta rättsliga åtgärder med åtalsgrund i att förvärvarna brutit mot dansk lagstiftning genom att emittera seniora skulder vilka avsåg att finansiera själva förvärvet. Förhandlingarna mellan ISS och gruppen rubricerades som fula och svåra tills de båda parterna nådde en uppgörelse.⁸⁶

Resultatet av LBO:n i ISS var att den uppfattades som mycket fientlig. Det är alltid en kostnad att finna kapital vilket gör att det på långsikt är bättre att spela ett juste spel eftersom det i framtiden kan bli nödvändigt att överväga finansiering via marknaden igen. I ISS fall tog det ytterligare ett och ett halvt år innan bolaget kunde återvända till eurobondmarknaden för refinansiering, en konsekvens vilken blev mycket kostsam.⁸⁷

4.1.2 TDC

Ett par månader efter att ISS-affären avslutats annonserade ytterligare ett danskt företag, den här gången telekomjätten TDC, att konsortiet NTC bestående av Apax Partners, Blackstone

⁸⁵ Grandcolas, F.

⁸⁶ Ibid.

⁸⁷ Ibid.

Group, Kohlberg Kravis Roberts, Permira och Providence Equity Partner, lagt ett bud på bolaget. Styrelsen i TDC rekommenderade aktieägarna att godta budet och i slutet på februari 2006 gick affären igenom. Marknaden trodde nu att den nya majoriteten skulle skapa en skuldtynad struktur, liknande det som gjorts i ISS:s fall.⁸⁸ Köpet var visserligen det då största av sitt slag på den europeiska marknaden och finansierades genom kombinerade seniora lån och skräpobligationer, en total skuld uppmätt till 5,5 gånger EBITDA. Konsortiet var dock uttalat noggranna med att inte upprepa EQT:s och Goldman Sachs Capital Partners misstag gentemot de utestående obligationsägarna och valde istället att erbjuda sig att köpa tillbaka alla utestående obligationer till par.⁸⁹ Anledningen var ett ömsesidigt intresse där investerarna pressade förvärvarna till att köpa ut dem samtidigt som köparna hade en klar bild över vad marknaden förväntade sig.⁹⁰

4.1.3 BAA

Bara någon månad senare, i mitten på mars 2006, tog brittiska British Airport Authority, BAA, emot ett bud från det spanska konstruktions- och infrastrukturbolaget Grupo Ferrovial på 810 pence per aktie villkorat med en due diligence samt en rekommendation från BAA:s styrelse. Styrelsen avvisade dock budet, eftersom den inte ansåg att det återspeglade värdet av BAA:s unika portfölj med flygplatstillgångar och då den inte trodde att en diskussion med Grupo Ferrovial låg i BAA-ägarnas intresse. En månad senare lade ett annat konsortium, lett av Goldman Sachs, ett bud värt 870 pence per aktie villkorat godkännande från alla medlemmar i konsortiet, men även detta bud avvisas. I slutet på maj höjde Grupo Ferrovial sitt bud till 900 pence per aktie⁹¹ och i början på juni fick det acceptans från motsvarande 83 procent av BAA:s aktier. Budet gick därmed igenom och Grupo Ferrovial tog kontroll över BAA.⁹²

Grupo Ferrovials bud på BAA i februari kom bara en vecka efter det att BAA emitterat nya obligationer om totalt 2,85 miljarder euro för att finansiera sitt 75-procentiga köp av Budapest Airport. Nyheten om budet slog hårt mot obligationerna då dessa sålts utan någon ägarförändringsklausul. Skydd mot LBO hade visserligen diskuterats, men ansetts onödiga då

⁸⁸ Wiehe, W.

⁸⁹ Euroweek (2005b).

⁹⁰ Grandcolas, F.

⁹¹ Direkt.

⁹² BAA.

industrin var starkt reglerad och därför inte ansågs vara någon LBO-kandidat.⁹³ Obligationsägarna krävde, för att slutföra betalningen, att en ägarförändringsklausul skulle sättas in i efterhand. Företaget hade inget annat val än att tillgodose investerarnas krav.⁹⁴

Obligationsägarna i BAA var dock inte ensamma om att reagera på nyheten om budet, utan även investerare i andra bolag blev chockade och upprörda. LBO:n av BAA visade nämligen på en ökad LBO-risk, att riskkapitalbolag kan gå på i princip vilket bolag som helst och att inga obligationer är säkra.⁹⁵

4.2 Ägarförändringsklausulen

4.2.1 Användningen av ägarförändringsklausulen

Före 2005 var ägarförändringsklausulen nästintill obefintlig i Europa med undantag för Storbritanniens nationella obligationsmarknad.⁹⁶ Investerare på eurobondmarknaden kalkylerade då inte heller med LBO som en potentiell risk för sina investeringar.⁹⁷ Sedan LBO:n av ISS i mars 2005 har dock antalet emissioner innehållande en ägarförändringsklausul på eurobondmarknaden ökat.⁹⁸ Under 2006 blev klausulen väletablerad vid emissioner och var den mest använda låneavtalsklausulen på marknaden. Sedan dess har den blivit allt mer förekommande i obligationsdokumentationen och idag är det mer vanligt att inkludera ägarförändringsklausulen vid en emission än att inte göra det.⁹⁹

⁹³ Dawber, A.

⁹⁴ Rundle, S.

⁹⁵ Dawber, A.

⁹⁶ Oakley, D.

Butterworths Journal of International Banking and Financial Law.

⁹⁷ SEB Origination team.

Grandcolas, F.

⁹⁸ Grandcolas, F.

HSBC Global Research (2006).

⁹⁹ HSBC Global Research (2006).

4.2.1.1 Efterfrågan på ägarförändringsklausulens ur investerares perspektiv

Efterfrågan på ägarförändringsklausuler direkt efter LBO:n av ISS var enorm.¹⁰⁰ Ett flertal listor med analytikers spekulationer om potentiella LBO-kandidater spreds på marknaden och i kombination med den likviditet som tillströmmade riskkapitalfonder och att ett flertal LBO:s och uppköp faktiskt skedde efter fallet ISS, var de främsta orsakerna till den stigande efterfrågan.¹⁰¹ Det faktum att LBO-aktiviteten är het även idag har resulterat i att det idag är nästintill ett krav från alla institutionella investerare att obligationerna ska innehålla en ägarförändringsklausul. Kravet är dock inte direkt uttalat från investerarna utan företagen inkluderar ofta klausulen självant som en standard. Om klausulen inte vore medtagen skulle investerare dock fråga efter den.¹⁰²

Efterfrågan på klausulen skiljer sig dock delvis åt beroende på vilket företag som emitterar. Företag vilka har en långsiktig stabil ägarbild eller företag med ett statligt ägande har en mindre risk för att bli utsatta för en LBO och i dessa företag är efterfrågan på klausulen därmed lägre.¹⁰³ I övrigt är nästan alla industrier i riskzonen för en LBO. Detta har lett till att det finns en generell efterfrågan på marknaden för klausulen.¹⁰⁴ Trots detta finns det en viss skillnad i efterfrågan investerare emellan. Exempel på detta är två av Sveriges AP-fonder, Tredje AP-fonden och Fjärde AP-fonden, vilka har olika syn på klausulen.

Fjärde AP-fonden förlitar sig till kreditbetyg och deltar bara i emissioner av obligationer över *investment-grade* när de investerar. Huruvida obligationen erbjuder en ägarförändringsklausul eller inte är inte fokus och ett inkluderande av klausulen är heller inte något Fjärde AP-fonden skulle diskutera med emittenten. Fonden håller sig nämligen så långt borta som möjligt från potentiella LBO:s och fokuserar istället på att analysera andra, mindre riskfyllda bolag. Om investeringen dock skulle falla under *investment-grade*, exempelvis till följd av en LBO, måste fonden på grund av sitt placeringsreglemente sälja obligationen.¹⁰⁵ Tredje AP-fonden, å andra sidan, får investera i obligationer med kreditbetyg under *investment-grade*. Detta gör att fonden kan positionera sig kring restvärden och konkursbon, till exempel genom att investera

¹⁰⁰ Grandcolas, F.

¹⁰¹ SEB Origination team.

¹⁰² Grandcolas, F.

¹⁰³ Scania.

SEB Origination team

SEB Merchant Banking – Trading Strategy.

¹⁰⁴ SEB Origination team.

¹⁰⁵ Rundle, S.

på CDS-marknaden, och därmed tjäna pengar vid en LBO när andra fonder tvingas sälja. Vad gäller ägarförändringsklausulen är Tredje AP-fonden mer aktiv än de andra AP-fonderna när det kommer till att föra investerarnas talan. Det kan bero på att fonden är mer aktiv i utlandet och därför har ett större universum. Dock agerar de bara genom att kräva ett bättre pris eller genom att avstå en investering, aldrig genom att diskutera ägarförändringsklausuler.¹⁰⁶

Den tyska banken som vi intervjuat menar å sin sida att investerare idag förlitar sig mer på ägarförändringsklausulen som en följd av LBO:n av ISS och då LBO:s antagligen kommer fortsätta att äga rum ser banken positivt på att klausulen inkluderas i obligationsdokumenten. Banken framhäver dock att det viktigaste ändå är att utvärdera kapitalstrukturen och ägarbilden i företaget. De varnar även för att ägarförändringsklausulen kan vara för dyr för vad den egentligen ger och menar att i företag som inte uppenbart är utsatta för LBO-risk är klausulen inte lika mycket värd och därför ingenting investerare borde betala extra för. Att obligationen är rätt prissatt är således A och O¹⁰⁷. Detta går att se på eurobondmarknaden eftersom det finns en prisskillnad mellan de obligationer vilka har klausulen och de som saknar den. Hur mycket dyrare det blir beror på hur stor LBO-risken är. Trots prisskillnaden är obligationer innehållande klausulen samt de obligationer vilka saknar den men som har en stor sannolikhet för att bli återköpta vid en eventuell LBO, mer attraktiva bland investerare.¹⁰⁸

4.2.1.2 Efterfrågan och utbud på ägarförändringsklausulen ur företags perspektiv

Företag har idag svårare att emittera utan att inkludera en ägarförändringsklausul. Framförallt kan ett exkluderande av klausulen riskera att begränsa investerares efterfråga på obligationen.¹⁰⁹ Detta bekräftas av SEB Origination team, vilka idag rekommenderar företag att inkludera klausulen, inte för att investerare specifikt frågar efter den utan för att de genom ett införande av klausulen kan fokusera på rätt frågor i diskussionen med investerarna. Genom att föra en diskussion med fokusering på företagets kreditvärdighet och expansionsplaner har de i förlängningen bäst möjlighet att erbjuda företaget lägsta möjliga kapitalkostnad. Om ingen klausul hade rekommenderats skulle diskussionen istället kretsa kring att utvärdera företagets ägarbild och sannolikheten för en LBO. SEB Origination team menar att det självklart även har skett emissioner utan klausulen, men då har det generellt varit i företag

¹⁰⁶ Asdrés, J.

¹⁰⁷ Tysk bank.

¹⁰⁸ UBS Investment Research.

¹⁰⁹ Rothwell, S.

med stabila ägarförhållanden. Företag vill nämligen alltid låna med en så enkel dokumentation som möjligt. Dock har de börjat bli allt mer förstående för investerarnas krav.¹¹⁰

Att företag trots allt ökat sin förståelse kan exemplifieras med Marks & Spencer, vilka i mars 2007 för första gången inkluderade en ägarförändringsklausul vid en emission. Företaget hade tidigare emitterat fler än 100 obligationer under de senaste 20 åren, där ingen tidigare inkluderat klausulen.¹¹¹ Ytterligare exempel på företag vilka nyligen för första gången inkluderat en ägarförändringsklausul i obligationsdokumentet är Scania som emitterade en EUR600m-obligation i februari 2006 samt SCA vilka inkluderat klausulen vid tre tillfällen sedan 2006.

Scania gick ut på eurobondmarknaden samtidigt som investerare förhandlade med BAA om att inkludera ägarförändringsklausulen i efterhand efter affären med spanska Grupo Ferrovial. Nyckeln för Scantias emission ansågs vara just inkluderandet av ägarförändringsklausulen då vissa investerare ansåg att inkluderandet av denna var den avgörande faktorn för om de skulle investera eller inte, trots att Scania var ett företag med liten LBO-risk.¹¹² Scania menade att det, för att emittera en obligation med en löptid på fem år, var tvunget att inkludera klausulen. Scania har inte gjort någon ytterligare publik emission sedan februari 2006. Om det dock skulle bli aktuellt i framtiden kommer företaget att använda samma dokument för ägarförändringsklausulen eftersom det är viktigt att alla investerare behandlas lika.¹¹³

SCA emitterade med ägarförändringsklausulen för första gången under 2006. Företaget ansåg då att det inte var en fråga om prissättning utan snarare en nödvändighet för att de skulle få igenom lånet. Investerare på marknaden hade förlorat mycket pengar den senaste tiden genom olika uppköp, framförallt vid LBO:n av ISS, vilket gjorde att förhandlingsläget var ett annat än tidigare. Svenska investerare hade troligtvis accepterat en obligation utan ägarförändringsklausul i och med SCA:s långsiktiga och stabila ägare i form av Industrivärden, men för att även släppa in utländska investerare blev SCA dock rekommenderat av sin rådgivare att inkludera klausulen.¹¹⁴ Annars hade SCA haft svårt att i

¹¹⁰ SEB Origination team.

¹¹¹ Rothwell, S.

¹¹² Euroweek (2006c).

¹¹³ Scania.

¹¹⁴ SCA.

sånt fall överhuvudtaget få kapital och framförallt för en sån lång löptid på sju år vilket SCA önskade.¹¹⁵ SCA anser att efterfrågan på ägarförändringsklausulen var rimlig utifrån den explosion av LBO:s och framförallt storleken på dem som skett på marknaden, samtidigt som enorma inflöden av kapital fortsätter att strömma till olika LBO-fonder. SCA anser även att alla investerare ska behandlas lika. Därför har företaget inkluderat klausulen vid de ytterligare två emissioner som genomförts sedan den första emissionen i 2006. Företaget ansåg det viktigt att använda samma definitioner och ordalydelse vid de tre emissionerna.¹¹⁶

Trots att företag idag i allt större utsträckning inkluderar ägarförändringsklausulen i emissionsavtalen, har den dock inte inkluderats i alla emissioner sedan LBO:erna av ISS, TDC och BAA. Exempelvis gick Investor emot strömmen bara tre veckor efter ryktena om uppköpet av BAA som startade investerarnas krav om att inkludera ägarförändringsklausuler i efterhand. Investor var då det första företaget sedan BAA:s emission som inte hade någon ägarförändringsklausul med i obligationsdokumentet och detta trots att en grupp av investerare efterfrågat klausulen. Avsaknaden av ägarförändringsklausulen resulterade i att vissa investerare valde att avstå från att investera. Analytiker kommenterade emissionen med att Investor, med den starka Wallenbergfamiljen som ägare, var en mindre trolig LBO-kandidat. De menade vidare att inte alla emittenter behöver inkludera en klausul. Således borde inte en ägarförändringsklausul vara något som är gratis från företagets sida, utan något som investerare borde betala extra för.¹¹⁷

Nio månader efter BAA:s EUR2.85b-emission emitterade fyra av fem företag obligationer utan klausulen under en och samma vecka trots att investerares krav på ägarförändringsklausuler förstärkts efter fallet med BAA. Att LBO:s var genomförbara i dessas fall trots att investerare tidigare uttalat att ett erbjudande om skydd mot LBO var väsentligt för att företag skulle lyckas emittera, visade enligt analytiker på att behovet av ägarförändringsklausuler till viss del var överdrivna. Det tyska telekomföretaget Koninklijke KPN var det enda av de fem företagen som inkluderade klausulen. Företaget hade dock en rating bara strax över *investment-grade* och var sedan tidigare en uttalad LBO-kandidat.¹¹⁸

¹¹⁵ SEB Origination team.

¹¹⁶ SCA.

¹¹⁷ Euroweek (2006a).

¹¹⁸ Euroweek (2006b).

4.2.2 Utvecklingen av klausulen

En effekt av det växande användandet av ägarförändringsklausuler är den ökade variationen i utformningen av dem. Huruvida den utlöses eller inte beror på om en ägarförändring inträffar och om det inom en definierad omstruktureringsperiod sker en nedgradering i företagets rating. Om så är fallet har obligationsägaren en säljoption med vilken de får sälja obligationen till det nominella beloppet¹¹⁹. Det som skiljer klausulerna åt sinsemellan är således definitionen på ovanstående händelser. Allt eftersom investerare söker starkare skydd gentemot LBO:s har definitionerna reviderats och språket blivit mer sofistikerat.¹²⁰ Desto färre villkoren är för att klausulen ska aktualiseras och desto bredare definitionerna är och således omfattar fler händelser för respektive krav, desto bättre skydd ger klausulen.¹²¹

Exempelvis har definitionen för vad som konstituerar en ägarförändring vidgats till att även inkludera en potentiell ägarförändring. Formuleringen av ägarförändring avser även att skydd för minoritetsköp, vilket ger ett stort inflytande i företaget och där resultatet skulle komma att liknas med en LBO, skall innefattas.¹²²

Den definierade omstruktureringsperioden utgör även den ett område för revidering. För att klausulen ska aktualiseras krävs att det sker en nedgradering inom den förbestämda perioden. Detta skapar ett timingproblem då det är möjligt att obligationerna nedgraderas före transaktionen gått igenom och således inte inom den definierade perioden. Vad som i sin tur definierar en nedgradering kan skilja mellan olika klausuler.¹²³ Exempelvis kan det krävas att ratinginstituten specificerar att nedgraderingen var ett direkt resultat av ägarförändringen, eller att samtliga ratinginstitut måste nedgradera obligationen till under *investment-grade*.¹²⁴ Faran med detta är om en nedgradering av obligationen sker strax före att transaktionen genomförs. Detta var fallet för mediaföretaget VNU då de utsattes för en LBO i februari 2006.¹²⁵ På grund av att ratinginstituten agerade på en förväntad ägarförändring snarare än att vänta med att nedgradera bolaget till efter att LBO:n skett, skapades osäkerhet kring huruvida nedgraderingen skulle ha utlöst säljoptionen i en eventuell ägarförändringsklausul.¹²⁶

¹¹⁹ Se appendix.

¹²⁰ HSBC Global Research (2006).

¹²¹ Moody's Investors Service.

¹²² HSBC Global Research (2006).

¹²³ Ibid.

¹²⁴ Moody's Investors Service.

¹²⁵ HSBC Global Research (2006).

¹²⁶ Butterworths Journal of International Banking and Financial Law.

Idag har dock ägarförändringsklausulen utvecklats och ger en ökad säkerhet än tidigare. Trots detta är den begränsad i det avseendet att den inte kan förhindra företagsledningen från att skuldsätta företaget för att undvika ett uppköp.¹²⁷ Dessutom skyddar den inte heller mot aktieägarvänliga åtgärder där företaget ökar skuldsättningen för att dela ut mer till aktieägarna på bekostnad av obligationsägarna.¹²⁸

En fördel med ägarförändringsklausulen däremot är att den verkar som en slags försvarsmekanism för det företag som utsätts för uppköpsrisk, eftersom klausulen utgör ett hinder för uppköparen då dessa i och med klausulen tvingas att finansiera företagets utestående obligationsskuld vid förvärvet.¹²⁹ Däremot sätts inte ägarförändringsklausuler in för att företaget ser sig självt som en uppköpskandidat, utan eftersom det i dag är praxis med just klausulen.¹³⁰ Dessa klausuler gör det därmed lättare för företaget att locka investera, eftersom de ser detta som en trygghet. Investerna behöver då inte ständigt hålla koll på att företaget inte hotas av uppköp.¹³¹

¹²⁷ Rothwell, S.

¹²⁸ Oakley, D.
Economist.

¹²⁹ Rundle, S.
Ziga, A.

¹³⁰ SCA.
SEB Origination team.

¹³¹ Rundle, S.
Ziga, A.

5. Analys

Analysen är uppdelad i fyra avsnitt där den första delen berör ägarförändringsklausulen som en ny företeelse. Följande tre avsnitt analyserar sedan olika faktorer vilka influerat till att klausulen används idag. LBO-hotet och vilken effekt LBO:erna av ISS, TDC och BAA haft på detta hot utreds. Avslutningsvis analyseras ägarförändringsklausulen och vilka faktorer som möjliggjort att användandet av klausulen ökat.

5.1 Ägarförändringsklausulen som ny företeelse

Ägarförändringsklausulen användes nästintill inte på eurobondmarknaden före 2005. Klausulen som företeelse existerade dock i andra nationella marknader, främst i de amerikanska och brittiska obligationsmarknaderna. Så trots att klausulen existerat har den inte varit aktuell att inkludera vid emissioner på eurobondmarknaden eftersom det inte ansågs föreligga något behov av klausulen vid den tiden. Under 2005 och framförallt 2006 skedde dock en förändring i synen på klausulen. Den fick en större betydelse vid emissioner och användandet ökade under hela perioden. Idag anses klausulen vara mer av en standard och inkluderas till mer än hälften av alla obligationer som emitteras på marknaden.

Ägarförändringsklausulen är således ingen ny företeelse på eurobondmarknaden idag. Däremot är klausulen ny i egenskap av att vara en använd_låneavtalsklausul. Frågan blir därmed att utreda vad som gjort att ägarförändringsklausulen gått från att för tre år sedan vara ett tillgängligt redskap, till att idag vara ett verktyg vilket används flitigt på marknaden.

5.2 Tre milstolpar

LBO:n av ISS skapade många rubriker på eurobondmarknaden. Investerarna blev chockade både över nyheten som sådan, samt över att de blev förbisedda i transaktionen. Trots den stora värdeförlust som uppkom för investerarna var dock EQT och Goldman Sachs Capital Partners båda förvånade över den massiva kritik som investerarna hade gentemot dem. Investerarna krävde att företaget skulle köpa ut dem vilket ISS, eftersom det inte var juridiskt skyldigt,

valde att inte göra. Eftersom ISS:s utestående obligationer hade en lång löptid borde inget ekonomiskt incitament ha förelegat för företaget att vidta den åtgärden. Att investerarna då valde att opponera sig emot ISS visade att de inte accepterade en roll där aktieägarna kunde sko sig på deras bekostnad. Detta kan anses ha skapat en medvetenhet på marknaden att hänsyn även måste tas till företagets obligationsägare ifall företagen och riskkapitalisterna avsåg upprätthålla en god relation till dessa. Detta visade sig vid LBO:n av TDC ett par månader senare. På grund av LBO:n av ISS och den uppmärksamhet som tilldelats oppositionsgruppen, hade förvärvarna till TDC en klar bild över vad marknaden förväntade sig vid LBO:n, det vill säga de hade kännedom om att investerarna krävde att de skulle köpas ut trots att företaget inte var juridiskt skyldigt att göra det. Förvärvarna var därmed noggranna med att uttala att de avsåg behålla en god relation till investerarna och köpa ut dem till par. Detta resulterade i att LBO:n av TDC hanterades på ett bra sätt. Att investerarna även fortsättningsvis efter ISS krävde, trots avsaknaden av en ägarförändringsklausul och juridisk rätt, att köpas ut medförde en kontinuitet på marknaden över deras förväntningar vid en LBO.

Då ISS:s två obligationer emitterades före LBO:n av företaget övervägdes det inte att inkludera en ägarförändringsklausul eftersom företaget ansågs vara för stort för att vara aktuellt för en LBO. När uppköpet gick igenom tre månader senare var marknaden i chock. En trygg och säker investering visade sig istället resultera i enorma förluster för investerarna. Vad var egentligen kriterierna för en LBO-kandidat? Spekulationer och rubriker över vilka företag som var potentiella LBO-kandidater startade bland analytiker och investerare, vilket visade på en ökad oro för LBO:s. När TDC i februari 2006 blev utsatta för en LBO var detta den då hittills största LBO:n på eurobondmarknaden. Det faktum att ett företag i den storleksordningen blev uppköpt måste återigen ha vidgat investerares syn över vilka företag som var i farozonen för en LBO. Denna syn breddades troligen ytterligare ett par månader senare då BAA blev uppköpta. Vid den emission som då nyligen gjorts i BAA var det naturligt att diskutera ett införande av ägarförändringsklausulen, men ingen åtgärd vidtogs eftersom företaget verkade i en starkt reglerad bransch där LBO:s inte ansågs utgöra någon risk. Återigen hade investerare fel. Eftersom marknaden tre gånger överraskats och chockats över vilka företag som blivit LBO:ade kan det anses ha varit svårt för marknaden att urskilja vilka företag som kunde klassificeras som LBO-kandidater. På grund av denna osäkerhet kan det ha upplevts som om hotet från LBO:s ökat, oavsett hur LBO-aktiviteten till antal och volym faktiskt utvecklats.

Vid LBO:n av ISS krävde investerarna att obligationerna skulle köpas ut, ett krav vilket ISS:s nya ägare dock inte ville tillgodose. Förhandlingen mellan de två parterna beskrevs som otrevlig och fientlig. Resultatet av detta blev att ISS fick vänta ytterligare ett och ett halvt år innan bolaget kunde återvända till eurobondmarknaden för att refinansiera sina dyra lån med billigare, vilken blev en mycket kostsam konsekvens för ISS. Detta visar på investerarnas betydelse som långgivare, där ISS i rollen som låntagare är beroende av investerarna. Detta beroende kan vara en anledning till att TDC inte ville upprepa misstaget att bortse från investerarnas krav vid LBO:n. Genom att erbjuda att köpa ut alla investerare kunde TDC till skillnad från ISS upprätthålla en god relation med investerarna och gavs därmed möjligheten att utnyttja eurobondmarknaden vid framtida kapitalbehov. Investerarna har således genom företagets långsiktiga kapitalbehov på eurobondmarknaden en makt över företagen. Även LBO:n av BAA tyder på vikten av goda relationer med investerare. Företaget var inte juridiskt skyldigt att i efterhand inkludera en ägarförändringsklausul, vilket var investerarnas krav för att slutföra emissionen. Trots det valde BAA att tillgodose investerarnas krav. TDC:s och BAA:s agerande tyder således på ett stärkt maktförhållande investerare och företag emellan.

5.3 Hotet från LBO:s

LBO-aktiviteten i fråga om antal och volym ökade markant under 2005 och 2006. Många faktorer ligger bakom denna utveckling. Dels intog företag en defensiv ställning efter IT-kraschen med minskad skuldsättning samtidigt som vinsterna ökade och därmed även företagens kassor. Sammantaget resulterade detta i att fler företag blev attraktiva uppköpskandidater. Samtidigt var förutsättningarna på kapitalmarknaden för en ökad skuldsättning goda i och med den låga graden av *defaults* på eurobondmarknaden och det låga ränteläget i Europa. Även om *defaults* sakta börjar öka igen och företag idag värderas allt högre, innebär det enorma inflödet av kapital till riskkapitalbolagens fonder att inte bara fler LBO:s har genomförts utan även större.

Således kan det konstateras att det sker fler LBO:s på marknaden idag jämfört med för tre år sedan. Framförallt har storleken på LBO:s förändrats, vilket det senaste fallet med Alliance Boots bekräftar genom att vara Europas största LBO hittills. Att företag vilka tidigare ansetts för stora för att utsättas för en LBO ändå blivit uppköpta har förändrat synen på vad som konstituerar en LBO-kandidat. Precis som diskuterats tidigare gällande ISS, TDC och BAA

uppfattar investerare och analytiker LBO-hotet annorlunda idag jämfört med tidigare. Sammantaget kan LBO-hotet därmed anses ha ökat från och med LBO:n av ISS utifrån två aspekter. Dels då fler LBO:s faktiskt genomförts, men även då investerare idag har ett förstärkt intryck av LBO-hotet i och med den utvidgade definitionen av en potentiell LBO-kandidat.

En anledning till att LBO-hotet upplevts starkare och tilldelats större betydelse bland investerare kan förklaras med de enorma förluster placerare lider ifall deras investering skulle utsättas för en LBO. Exempelvis uttryckte Fjärde AP-fonden en rädsla för LBO:s och ämnade distansera sig från dessa. Denna rädsla är befogad eftersom fonden, om en LBO inträffar och investeringen faller under *investment-grade*, måste sälja investeringen och således realisera en förlust. Tredje AP-fonden däremot kan ta på sig riskfyllda investeringar på grund av att den har ett annat placeringsreglemente. Fondens största hot är därför inte att en eventuell LBO inträffar, utan snarare att den inte är rätt positionerade när detta väl sker. Många av investerarna på eurobondmarknaden är dock, liksom Fjärde AP-fonden, begränsade i sin riskexponering vilket ger till följd att LBO-hotet måste beaktas.

Ett sätt att hantera LBO-hotet är att investera i ”rätt” företag, det vill säga ett företag vilket inte kommer att bli aktuellt för en LBO. Ett annat alternativ kan vara att skydda sig mot ägarförändringen genom att tvinga företaget att köpa ut obligationsägarna vid en LBO. Detta kan göras antingen utan lagligt stöd när LBO:n inträffar vilket skedde vid LBO:n av TDC, eller genom lagligt stöd i form av en säljoption i obligationsdokumentet.

Ägarförändringsklausulen syftar till att skydda vid en eventuell ägarförändring. Kraven är att ägarförändringen måste, inom en definierad omstruktureringsperiod, resultera i en nedgradering i företagets kreditrating. På grund av att företaget skuldsätts och därmed förändrar kapitalstrukturen vid en LBO resulterar det generellt i att den, om obligationen före LBO:n hade en rating över *investment-grade*, nedgraderas till skräpobligationsstatus. En ägarförändringsklausul skulle då, under förutsättning att nedgraderingen sker inom den definierade omstruktureringsperioden, skydda investerarna mot värdeförlusten genom deras rätt att utnyttja en säljoption. Om investerare vill skydda sig mot en LBO kan de således kräva att en ägarförändringsklausul inkluderas i obligationsdokumentet vid emissionstillfället. Detta resonemang leder således fram till att den grundläggande anledningen till vad som skapat efterfrågan på ägarförändringsklausulen är den tilltagande hotbilden från LBO:s.

5.4 Ägarförändringsklausulens tillväxt

5.4.1 Efterfrågan på ägarförändringsklausuler

Efterfrågan på ägarförändringsklausuler direkt efter LBO:n av ISS var som tidigare beskrivits enorm. LBO:n verkade inte bara som en påminnelse om vilka värdeförluster som följer av en LBO utan även som en varningssignal vad gäller vilka företag som var i riskzonen för att utsättas för LBO:s. Detta resulterade i att investerare började reagera och krävde skydd mot LBO:s. Således fanns en uttalad efterfrågan på ägarförändringsklausulen på marknaden efter LBO:n av ISS.

Idag är ett krav från nästintill alla investerare att obligationerna ska innehålla en ägarförändringsklausul. Dock behöver inte investerare alltid förhandla till sig klausulen utan företag inkluderar den ofta självmant. Exempelvis valde både Scania och SCA, i samråd med sina rådgivare, att inkludera klausulen utan att investerare uttalat krävt detta. Detta tyder på en viktig förändring i balansen mellan investerare och företag, snarare än att investerare inte efterfrågar klausulen i samma utsträckning som tidigare. Att investerare skulle fråga efter klausulen om den inte var medtagen i obligationsdokumentationen styrker att efterfrågan finns. Att klausulens inkludering i obligationsdokumentet i många fall är företagets egna initiativ visar dock snarare på att ett inkludering av ägarförändringsklausulen idag inte anses vara något som måste uttryckas från investerarna, utan snarare är något som förväntas.

Att användandet av klausulen övergått till att vara en självklarhet bland investerare vilken företagen tar hänsyn till, visar på ett förhållande där investerare stärkt sin makt gentemot företagen. Detta gäller både vid en LBO liknande LBO:n av ISS där en klausul saknas och dess inkludering inte diskuterats vid emissionen, men även förväntningar vad gäller villkoren för emissioner på marknaden idag, vilket BAA exemplifierar. Investerares maktposition kan således anses vara en faktor vilken varit en förutsättning för att användandet av ägarförändringsklausuler accepterats bland företagen. Att SCA idag anser att investerarnas efterfrågan är rimlig, utifrån den situation som präglar marknaden i stort idag, styrker detta.

Fjärde AP-fonden är dock en investerare på eurobondmarknaden vilken inte fokuserar på huruvida en ägarförändringsklausul är inkluderad eller inte. Om ett företag valt att exkludera

klausulen är det inget fonden skulle ta upp till diskussion. Fjärde AP-fonden menar istället att om situationen var sådan att det var direkt avgörande för investeringsbeslutet att klausulen inkluderades, skulle det förmodligen inte vara en intressant investering eftersom fonden i så stor utsträckning som möjligt vill undvika potentiella LBO:s. Om fonden inte känner trygghet i att investera i obligationen utan att initiera en diskussion om att klausulen bör inkluderas, tyder det på att det föreligger ett LBO-hot. Det faktum att Fjärde AP-fonden väljer att avstå från att investera i dessa fall kan botten i två anledningar. Antingen försöker den hitta det "rätta" företaget att investera i och försöker således helt undvika potentiella LBO-kandidater, eller så finns det en indirekt efterfrågan på klausulen. Den indirekta efterfrågan tar sig uttryck i att om fonden inte skulle känna sig trygg i att investera i en obligation utan att det fanns en ägarförändringsklausul medtagen, skulle den inte investera alls. Det får till effekt att företagen tvingas att inkludera klausulen för att locka investerare som Fjärde AP-fonden. Därmed finns en outtalad, indirekt efterfrågan från investerare.

Tredje AP-fonden är, jämfört med Fjärde AP-fonden, däremot mer aktiv i att föra investerarnas talan. Dock diskuterar fonden inte ett införande av ägarförändringsklausulen om denna saknas, utan den agerar endast genom att kräva ett bättre pris. Eftersom Tredje AP-fonden kan positionera sig för en LBO har de andra möjligheter att skydda sig mot en eventuell LBO jämfört med Fjärde AP-fonden. Därav har inte ägarförändringsklausulen en direkt betydelse för Tredje AP-fondens investeringsbeslut. Om fonden inte är nöjd med priset förhandlingen väljer de dock att avstå investeringen. Trots att fonden inte direkt kräver klausulen blir effekten således att den väljer att inte investera om den inte ser en god möjlighet till att istället tjäna pengar genom en prisrabatt eller andra alternativ till skydd. Fondens val att avstå från att investera kunde ha avhjälpes genom att företaget inkluderat en ägarförändringsklausul. Sålunda finns en indirekt efterfråga på klausulen även i detta fall.

Att det finns en indirekt efterfråga på klausulen är en faktor som borde påverka företagets möjlighet till kapital via eurobondmarknaden eftersom ett exkluderande av ägarförändringsklausulen borde resultera i en begränsad investerarkrets. Då SCA emitterade sin första obligation med en ägarförändringsklausul kopplad till den, ansåg både företaget och dess rådgivare att införandet av klausulen var en likviditetsfråga snarare än en förhandlingsfråga. Detta visar på hur stark den indirekta efterfrågan på klausulen är. Även Scania bestyrker detta då inkluderingen av ägarförändringsklausulen ansågs vara kritisk för att möjliggöra emissionen. På grund av företagets kapitalbehov lyssnade de alltså till

investerarnas efterfrågan på klausulen, vilket gör just kapitalbehovet till en av de drivande anledningarna till att klausulens användning ökat.

Dessutom kan tänkas att företag vilka väljer att inte inkludera klausulen skapar misstänksamhet hos investerarna i en tid då införandet av klausulen blivit mer av en regel än ett undantag. Att diskussionen vid emissionsförhandlingarna i de fall då klausulen exkluderas mestadels fokuserar på att utvärdera företagets ägarbild och dess sannolikhet för att drabbas av en LBO bekräftar denna skepticism. På grund av den informationsasymmetri som råder mellan investerare och företag kan denna misstänksamhet vara en orsak till att investerare väljer att avstå från att köpa obligationen. Dock kan ett exkluderande av klausulen vid emissionen vara ett sätt för företaget att faktiskt poängtera att det inte ser sig själv som en potentiell LBO-kandidat och att det därför inte är i behov av klausulen. I takt med att klausulen blivit allt mer förekommande och rekommenderad av företagets rådgivare vid emissionerna borde ett införande av klausulen dock inte alltid vara direkt kopplat till emittenten, utan likväl vara ett uttryck för den allmänna hotbilden av LBO:s som upplevs på marknaden. Exempelvis ansågs varken Scania eller SCA vara i riskzonen för en framtida potentiell LBO, men trots det krävdes en ägarförändringsklausul för att de skulle kunna genomföra emissionerna. Företagens behov av att styrka att de inte är potentiella LBO-kandidater genom ett exkluderande av klausulen borde således inte finna någon substans hos investerarna. Därmed styrks resonemanget att investerarnas misstänksamhet gentemot företagen, då dessa inte inkluderar ägarförändringsklausulen, kan vara ytterligare en faktor vilket ökat den indirekta efterfråga på klausulen och således även företagets incitament att inkludera densamma. I förlängningen leder detta till att användandet av ägarförändringsklausulen ökat.

5.1.2 Undantagen

Trots investerares ökade efterfrågan på ägarförändringsklausulen och företagens vilja att inkludera denna sker detta idag inte vid alla emissioner, om än i fler än hälften av alla fall. Detta visar dels att alla företag inte följer med strömmen, att en del istället provar att emittera utan klausulen, samtidigt som det visar på att investerare faktiskt köper obligationer trots avsaknaden av ägarförändringsklausuler. Således kan det inte sägas att ett införande av klausulen i obligationsdokumentationen är nödvändigt vid alla emissioner. Detta kan till viss del förklaras med det specifika företaget. Exempelvis bekräftade ett flertal av de intervjuade att företag vilka har en långsiktig och stabil ägarbild, exempelvis Investor, anses vara exponerade av en mindre LBO-risk än andra företag. Investor själv menar att ägarförändringsklausulen inte ska vara något som är gratis från företagens sida eftersom alla emittenter inte är i behov av den. En viss acceptans för att företag med stabila ägarförhållanden emitterar utan klausulen borde således finnas bland vissa investerare.

Trots en viss acceptans för att företag med stabila ägarbilder inte inkluderar en ägarförändringsklausul i obligationsdokumentationen valde vissa investerare vid Investors emission att avstå från att investera just på grund av avsaknaden av klausulen. Således fanns det en grupp investerare vilka accepterade en investering utan ägarförändringsklausulen och en grupp vilken inte gjorde det. Denna skillnad kan förklaras med de olika typer av investerare som finns på eurobondmarknaden. Institutionella investerare, som Fjärde AP-fonden, har placeringsreglementen vilka resulterar i att en ägarförändringsklausul är en nödvändighet om företaget de vill investera i är en potentiell LBO-kandidat. Övriga investerare, som exempelvis hedgefonder, har å andra sidan ingen gräns för hur högt belånade de kan vara och har dessutom ett enormt inflöde av kapital vilket måste placeras. Att de därmed i stor utsträckning efterfrågar möjliga investeringar skulle därför kunna möjliggöra för företag att emittera utan en ägarförändringsklausul. Dock kan vi se i fallet med KPN, vilket var det enda utav fem företag att under en vecka inkludera klausulen, att då ett företag är direkt utsatt för LBO-risk kräver alla investerare att klausulen inkluderas i obligationsdokumentet. Detta leder således till att de icke institutionella investerarnas behov av avkastning på sitt kapital till viss del återställer den maktbalans mellan företag och investerare som tidigare diskuterats, så länge företaget inte är en uppenbar LBO-kandidat, vilket öppnar möjligheter för företag att exkludera ägarförändringsklausulen vid emissioner.

Ytterligare en faktor vilken kan ha begränsat i vilken utsträckning ägarförändringsklausulen används som standard idag är obligationens löptid. Både Scania och SCA emitterade obligationer med långa löptider, fem respektive sju år, då de för första gången inkluderade klausulen. Att tillgodosedde investerarnas krav var en likviditetsfråga för dem båda. Dock hade både Scania och SCA kunnat exkludera klausulen till en kostnad av en kortare löptid. Således kan företagens möjlighet att emittera utan ägarförändringsklausulen delvis förklaras med obligationens löptid.

5.1.3 En klausul i förändring

I takt med att efterfrågan på ägarförändringsklausulen växer och allt fler företag emitterat obligationer med denna klausul beroende av anledningar vilka beskrivits ovan, har variationen i utformningen ökat. I och med att det finns ett spektra av olika definitioner vad gäller ägarförändring, nedgradering av kreditrating samt omstruktureringsperiod, erbjuder klausulerna olika grad av skydd. Generellt gäller att desto färre villkor det krävs för att en säljoption ska utlösas och desto bredare omfång av *event* vilka definierar en ägarförändring, desto bättre skydd erbjuder klausulen.

Ytterligare en orsak till att variationen i utformningen av klausulen har ökat är att det finns en oro för klausulens funktionalitet. Detta eftersom klausulen ännu aldrig har testats i verkligheten samtidigt som LBO-hotet intensifierats sedan klausulen först började användas på eurobondmarknaden. Exempelvis fanns ingen ägarförändringsklausul inkluderad i VNU:s obligationer då företaget blev föremål för en LBO, dock var omständigheterna kring LBO:n sådana att de inte hade utlöst säljoptionen ifall en ägarförändringsklausul hade förekommit. Att företag dock inte skulle godkänna klausulen vid en eventuell LBO på grund av en bristtäckande ordalydelse skulle implicera att de hotar en god långsiktig relation med investerarna. Dock visade fallet med ISS på att trots extra kostnader för företaget att inte tillgodose investerarnas krav är det förmodligen bara en period om ett till två år som företaget måste invänta före det återigen kan gå ut på eurobondmarknaden. Således är det inte omöjligt för företag att utnyttja de brister som klausulen erbjuder.

Sammantaget har det funnits incitament för investerarna att tydligare definiera och vidga begreppen för att förbättra ägarförändringsklausulens effektivitet. Att klausulen förändrats över tiden visar på att frågan i fokus till viss del övergått från att se till huruvida klausulen ska

inkluderas eller inte till att undersöka i vilken form den ska innefattas. Detta visar på att inställningen till användandet av ägarförändringsklausulen gradvis förändrats i och med att dess existens vunnit större acceptans på marknaden.

Ytterligare en aspekt utifrån att klausulens ordalydelse och definitioner reviderats är att investerare vid framtida emissioner inte sannolikt skulle acceptera en klausul med en sämre innebörd än den senast emitterade eller att klausulen inte skulle inkluderas alls. Det skulle nämligen innebära att de skulle vara efterställda de utestående obligationerna vid en eventuell LBO. Dessutom, om företagen anser att alla investerare ska behandlas lika, har de ett incitament att fortsätta emittera obligationer med ägarförändringsklausuler. Scania påpekade detta samtidigt som SCA styrker det då det vid två tillfällen efter det första införandet av klausulen inkluderat denna. Dessutom har klausulen haft exakt samma utformning och definitioner vid alla tre tillfällena för att inte missgynna någon av investerarna. Således driver ägarförändringsklausulen, efter att den inkluderats för första gång, sin egen efterfråga. Med andra ord är klausulen i sig en faktor vilken influerat till att den idag används som en standard. Likväl kan ett exkluderande av klausulen istället verka i motsatt riktning. Eftersom utestående obligationerna vilka saknar klausulen blir efterställda den skuld vilken emitteras med en klausul, kan företagen hävda ett exkluderande av klausulen med avseende på att inte särbehandla investerare. Om företaget inte tvingas till att inkludera klausulen kan detta följaktligen var en omständighet vilken hindrar klausulens användande istället för att gynna det.

Eftersom klausulen även verkar som en slags försvarsmekanism för företagen gentemot uppköp är det intressant att fråga huruvida klausulen skulle kunna ha en påverkan på LBO-aktiviteten i framtiden. Exempelvis hade förmodligen inte EQT och Goldman Sachs Capital Partners valt att förvärva ISS om en klausul varit inkluderad i de utestående obligationerna eftersom de då skulle ha tvingats köpa ut de existerande obligationsägarna vilket därmed hade sänkt deras förväntade avkastning av köpet. I och med att klausulen är välanvänd på marknaden idag och allt fler företag har den inkluderad i sina obligationer, kan detta tänkas minska uppköparens vilja att genomföra framtida LBO:s. Huruvida en minskad LBO-aktivitet skulle påverka efterfrågan på ägarförändringsklausulen är dock oklar. Att klausulens användning skulle minska är dock mindre trolig, eftersom obligationerna då skulle bli efterställda de utestående där klausulen redan är inkluderad, samtidigt som företagen därmed inte skulle behandla alla investerare lika. Detta styrker tron på en klausul vilken influerat till

och ständigt fortsätter att driva sin egen användning och tron på att ägarförändringsklausulen därmed är här på eurobondmarknaden för att stanna.

6. Slutsatser

Ägarförändringsklausulen har sedan tidigare använts bland annat i både Storbritannien och USA och är således som fenomen ingenting nytt idag. Dock var klausulen i princip oanvänd på eurobondmarknaden före 2005. Idag däremot används klausulen i över hälften av alla emissioner som sker. Den bakomliggande orsaken till vad som influerat till detta är utvecklingen av LBO-miljön på marknaden från 2005 och fram till idag. LBO-aktiviteten har under denna period ökat både i antal genomförda LBO:s och storleken på dessa. Att investerare tre gånger inom ett år blivit överraskade och chockade vad gäller vilka företag som blivit utsatta för en LBO, först ISS och sedan TDC och BAA, har inneburit en osäkerhet på marknaden över vad som konstituerar en potentiell LBO-kandidat. Som ett svar på att den faktiska LBO-aktiviteten ökat samtidigt som ett upptrappat LBO-hot upplevdes, krävde investerare en ägarförändringsklausul för att skydda sig mot de värdeförluster vilka en eventuell LBO skulle resultera i.

Investerares efterfråga av en ägarförändringsklausul kan vara såväl uttalad som indirekt. Om klausulen inte uttalat efterfrågas kan det bero på att investerarna istället indirekt gjort företagen medvetna om vilka villkor de kräver för att vara villiga att investera. Företagen kan välja, efter rekommendation från sin rådgivare, att inkludera klausulen. Därav finns inget behov för investerare att uttalat efterfråga den. Om den däremot skulle ha exkluderats hade det lett till att investerare antingen skulle göra företaget uppmärksam på att de kräver den eller att de skulle vara skeptiska till varför den inte är med, vilket i förlängningen leder till att företaget förmodligen får betala ett högre pris för sitt lån. Alternativt skulle investerarna inte ens ha investerat i obligationen och företaget skulle därmed ha haft svårt att få tillgång till kapital. Följaktligen är den indirekta efterfrågan på ägarförändringsklausulen något som företagen har varit medvetna om och varit tvungna att ta hänsyn till för att tillgodose sitt likviditetsbehov på eurobondmarknaden. Således kan vi se en situation där maktbalansen mellan företag och investerare förändrats, vilket möjliggjort en utbredning av klausulens användande. Med andra ord driver denna underliggande efterfråga därmed användandet av ägarförändringsklausulen. Klausulen har i och med detta gått från att ha varit uttalat efterfrågad av investerare till att bli en klausul vilken företagen erbjuder mer som en standard.

Att ägarförändringsklausulen blivit mer utav en standard kan styrkas genom att fokuseringen i många fall övergått från huruvida den ska inkluderas eller inte till att koncentreras till i vilken form den ska accepteras. På grund av att användningen av klausulen ökat och att högre krav har ställts på dess effektivitet har dess språkliga utformning utvecklats. I samband med att det finns en ökad variation av klausulen i form av olika ordalydelser, ställer investerare högre krav vid emissioner. För att inte investerarna ska bli efterställda företagets utestående obligationer krävs att klausulen först och främst inkluderas, men även att ordalydelsen inte särbehandlar någon investerare. Desto mer använd ägarförändringsklausulen blir, desto mer kommer således investerare att efterfråga den. Följaktligen är klausulen i sig en faktor vilken influerat till att den idag används som en standard. Klausulen kommer därmed att fortsätta vara en standard tills investerares efterfrågan eventuellt skulle minska, eller då maktbalansen mellan företagen och investerare skulle förändras. Samtidigt är företagen måna om att alla investerare ska behandlas lika vilket kommer att öka företagens incitament att även i framtiden använda klausulen.

Eftersom klausulen idag är mer eller mindre en standard i alla obligationsdokument är det konstigt att den inte används uteslutande vid alla emissioner. En förklaring finns dock i investerarnas acceptans för att företag med en erkänd stabil ägarbild fortfarande exkluderas från potentiella LBO-kandidater. Således anses inte en ägarförändringsklausul vara något som påverkar investerares vilja att investera i dessa företags obligationer. Att företag vilka ändå inte uppfyller detta krav har emitterat utan en ägarförändringsklausul det senaste året visar på att företag ändå lyckats generera kapital till att möta sina likviditetsbehov. Detta kan främst förklaras genom att icke institutionella investerare, precis som riskkapitalisterna, har ett enormt inflöde av kapital vilket de måste investera. På grund av deras investeringsbehov finns en risk i att inkluderandet av klausulen minskar i betydelse vid investeringsbeslutet och att dåliga investeringar görs. Investeringsbehovet medför att investerarnas makt reduceras i förhållande till företagen och möjliggör att företagen i vissa fall kan bortse från investerarnas krav. Följaktligen är detta en faktor vilket snarare motarbetat ägarförändringsklausulens nyttjandegrad idag.

Sammanfattat kan sägas att ägarförändringsklausulen är ett nytt fenomen på eurobondmarknaden ur den bemärkelse att det är först nu den fått sitt genombrott. Med genombrott menas dock att den tagit en plats som standard i många obligationsdokument. Ett ökat LBO-hot har drivit framförallt de institutionella investerares efterfrågan på klausulen,

såväl uttalat som indirekt, samtidigt som företags kapitalbehov medfört att företag givit efter för investerares krav. Detta har resulterat i att klausulen idag används i mer än hälften av alla emissioner. Samtidigt har övriga investerare på grund av sitt investeringsbehov snarare möjliggjort för företag att i viss utsträckning emittera utan klausulen och således begränsat till i vilken utsträckning klausulens används idag. Att fler företag väljer att inkludera klausulen kommer dock leda till ett större incitament att inkludera klausulen i företagens framtida emissioner. Klausulen i sig har därmed influerat till att den används idag. Således är det rimligt att ägarförändringsklausulen inte bara används i hög grad idag, utan även att den är här för att stanna.

7. Avslutande diskussion

På grund av att ägarförändringsklausulen är ett relativt nytt fenomen på eurobondmarknaden samtidigt som LBO-aktiviteten förväntas vara fortsatt hög, kan vi utifrån vår analys se intressanta områden för vidare studier. Exempel på dessa diskuteras nedan.

Trots att ägarförändringsklausulen är ett välanvänt instrument för investerare att skydda sig mot värdeförluster genererade av LBO:s, har klausulen ännu aldrig sats på prov i verkligheten. Därmed är det intressant att se hur klausulen accepteras vid en LBO. Dels kan investerares oro för klausulens effektivitet avspeglas i revideringen av ordalydelsen. Om klausulen inte visar sig juridiskt tillräcklig vid en LBO, kommer då företaget att utnyttja denna situation? Detta skulle resultera i ett fientligt uppköp och skada investerarnas förtroende för företaget i framtiden. Att ISS dock kunde emittera på eurobondmarknaden ett och ett halvt år efter LBO:n visar på att trots att det är kostsamt för företaget att agera på detta sätt, så behöver tidsperioden då företaget inte längre kan emittera på marknaden inte vara längre än ett till två år. Möjligheten finns således för företagen att utnyttja investerarna, men detta kommer i sådant fall med stor säkerhet att fortsätta driva utvecklingen av ägarförändringsklausulens utformning framåt.

Dessutom borde ett utbrett användande av klausulen idag leda till att de som valt att investera i obligationer vilka inte inkluderar klausulen, inte kan ställa samma krav på att köpas ut vid en eventuell LBO som tidigare. Eftersom de medvetet valt att bortse från denna förmån har företagen inte samma moraliska skyldighet att köpa ut dem. Om en LBO sker och investerarna inte som i fallet med TDC har förmånen att bli utköpta utan ägarförändringsklausul, blir frågan således hur dessa investerare kommer att ställa sig till klausulens vara eller icke vara. Ytterligare en fråga vilken även denna gäller framför allt icke institutionella investerare, är att det är vanligt att vara mer mån om de investeringar man har och att ha ett mindre behov av nya investeringar i dåliga tider, vilket är en intressant aspekt att ta hänsyn till då konjunkturen så småningom vänder nedåt. Kommer maktbalansen då att luta över till investerarnas fördel? Om efterfrågan på klausulen utökas till att vara alla investerares önskan, kommer ägarförändringsklausulen då att vara en standard inte bara bland institutionella investerare utan vid alla emissioner på eurobondmarknaden?

Ytterligare en faktor vilken kan tänkas påverka i vilken utsträckning klausulen används i framtiden är utvecklingen av LBO-hotet och definitionen av en potentiell LBO-kandidat. Detta är extra intressant sedan ett amerikanskt företag, Sallie Mae, i april i år blev första företag att inom den finansiella sektorn bli utsatta för en LBO. Sedan LBO-aktiviteten tog ordentlig fart på eurobondmarknaden 2005 har det endast inkluderat icke finansiella företag.¹³² JC Flowers uppköp av Sallie Mae kom därför som en stor chock för marknaden. LBO:n beskrivs som väldigt aggressiv och är uppbackad av två av världens största banker; JP Morgan och Bank of America. Den nya skuldsättningen kommer sannolikt att resultera i att de utestående obligationerna faller till en rating under *investment-grade* samtidigt som de blir efterställda den nya skulden.¹³³ Sallie Mae påminner om LBO:n av ISS på grund av de starka reaktionerna den skapat.¹³⁴ Dock anser somliga att Sallie Mae är ett unikt fall eftersom företaget skiljer sig åt från andra banker och finansiella institut på grund av att den största delen av lånen är garanterade av den amerikanska staten samtidigt som företaget inte har någon begränsning i skuldsättningen. Detta skulle således göra dem till ett undantag som en attraktiv LBO-kandidat. Således behöver det inte förändra synen på att den finansiella sektorn undantas från LBO-hotet.¹³⁵ Dock påverkas investerare negativt av LBO:n och det är rimligt att förvänta sig att de precis som vid fallet ISS kommer att efterfråga någon form av skydd. Således är frågan som LBO:n framkallar funderingar om huruvida den finansiella sektorn inte längre kan exkluderas från LBO-hotet? Följaktligen är det intressant att följa och se vilka effekter fallet Sallie Mae får för utvecklingen och användandet av ägarförändringsklausulen i framtiden.

Eftersom området kring ägarförändringsklausulen är relativt outforskat och många frågetecken väntar på att få svar rekommenderar vi vidare studier i området. Dessutom är denna studie avgränsad till att utreda ägarförändringsklausulen endast, emellertid vore det intressant att se korrelationen mellan ägarförändringsklausulen och andra låneavtalsklausuler och finansiella instrument. Ofta går användningen av dessa i perioder¹³⁶ och det vore därför intressant att sätta efterfrågan på ägarförändringsklausulen i relation till utvecklingen av andra LBO-risk-reglerande instrument såsom den växande CDS-marknaden.

¹³² Grandcolas, F.

¹³³ HSBC Global Research (2007).

¹³⁴ Grandcolas, F.

¹³⁵ HSBC Global Research (2007).

¹³⁶ Ziga, A.

8. Referenser

Alvesson, M. & Sköldberg, K. (1994), *Tolkning och reflektion: vetenskapsfilosofi och kvalitativ metod*. Lund: Studentlitteratur.

Asdrés, Jannis. Portföljförvaltare kreditobligationer vid Tredje AP-fonden. Muntlig delgivning, Stockholm 2006-11-25.

Asquith, P., Wizman, T. A. (1990), "Hur olika klausuler påverkar obligationernas värde vid en LBO". *Journal of Financial Times*, nr 27, 195-213.

BAA. Tillgänglig [online]: <http://www.baa.com> [2006-12-07]

Barley, R. (2007), "Alliance Boots bid battle poses credit headaches". *Reuters London*, 20 april.

Bream, R. (1998). "The cutting edge of venture capital". *Euromoney*, juli, nr 351, 69-70.

Bream, R. (1999). "Europe takes to securitization". *Euromoney*, juli, nr 363, 10.

Butterworths Journal of International Banking and Financial Law, december 2006. Tillgänglig [online]: <http://www.allenoverly.com/AOWEB/AreasOfExpertise/Editorial.aspx?contentTypeID=1&itemID=33964&aofeID=304&practiceID=324&prefLangID=410> [2007-04-10]

Citigroup Global Markets (2005), "LBOs: Who's next?", 18 april.

Dawber, A. (2006). "BAA bond investors angry as Ferrovial bid talk show lack of LBO protection". *Euroweek*, nr 940, 1-24.

Direkt. Tillgänglig [online]: www1.direkt.se/real [2006-12-07]

ECB Monthly Bullentin (2006), "Recent trends in leveraged buyout transactions in the euro area", december.

Economist (2006), "Control freaks", vol. 387, nr 8469, s 71.

Euroweek (2005a), "ISS bondholders on brink of legal action over debt threat", nr 914, s 6.

Euroweek (2005b), "Loan market bullish on record \$15.3bn TDC LBO as lessons are learned from Wind, ISS", nr 932, s 53.

Euroweek (2006a), "Investor AB brushes off calls for change-of-control clause", nr 943, s 10.

Euroweek (2006b), "Investors cave in and lap up corporate bonds without change of control terms", nr 944, s 12-14.

Euroweek (2006c), "Scania dares corporate mart as covenant lifts BAA bonds", nr 941, s 12.

- Fabozzi, F. J. (1997), *Handbook of Fixed Income Securities*. New York: McGraw-Hill.
- Fabozzi, F. J. (2007a), *Bond markets, analysis and strategies*. Upper Saddle River, New Jersey: Prentice Hall.
- Fabozzi, F. J. (2007b), *Fixed income analysis*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons Inc.
- Flink, Marianne. Chef för Stockholmskontoret Standard & Poors. Föreläsning i kurs 3113 vid Handelshögskolan i Stockholm, 2006-12-01.
- Grandcolas, Florian. Research Analyst & Deputy Head vid Axa Investment Managers i Paris. Muntlig delgivning via telefon, 2007-04-23.
- Holme, I. M. & Solvang, B. K. (1991), *Forskningsmetodik – om kvalitativa och kvantitativa metoder*. Lund: Studentlitteratur
- HSBC Global Research (2006), "Change of control provisions, still chinks in the armour", 5 juli.
- HSBC Global Research (2007), "Credit Strategy Monthly. A two-tiered market", 23 april.
- Journal of Applied Corporate Finance*, published for Morgan Stanley by Blackwell Publishing. Tillgänglig [online]: <http://www.morganstanley.com/views/jacf/index.html> [2007-04-10]
- KPMG Financial Services Consulting (2001), *Finanshandboken*. Kristianstad: Kristianstads boktryckeri AB.
- Merriam, S. B. (1994), *Fallstudien som forskningsmetod*. Lund: Studentlitteratur.
- Moody's Investors Service (2007), "Change of control in European BAA bonds: Increasingly common but investor protection varies", april.
- Oakley, D. (2006), "Warning on change of control clauses". *Financial Times London*, 19 oktober.
- Palepu, K. G. (1990), "Consequences of leveraged buyouts". *Journal of Financial Economics*, vol. 27, nr 1, 247-262.
- Riksbanken (2006), *Finansiell stabilitet 2006:2*, s 28. Stockholm.
- Risk, H. (2007), "Alliance Boots Default Swaps Fall on Concern Over KKR Financing". *Bloomberg*, 24 april.
- Rothwell, S. (2007), "Poison Puts Win Lower Rates for Rentokil M&S Amid LBO Threats". *Bloomberg*, 2 april.
- Rundle, Samuel. Senior Portföljförvaltare vid Fjärde AP-fonden. Muntlig delgivning, Stockholm 2006-12-01.

SCA. Muntlig delgivning via telefon 2007-04-25.

Scania. Muntlig delgivning via telefon 2007-05-10.

SEB Merchant Banking – Trading Strategy (2007), "Nordic Credit Quarterly", våren.

SEB Origination Team. Muntlig delgivning via telefon 2007-04-26.

Smith, A. (1990), "The effects of leveraged buyouts". *Business Economics*, vol. 25, nr 2, 19-25.

Sodini, Paolo. Föreläsning 7 i kurs 4105 vid Handelshögskolan i Stockholm, 2007-02-05.

Standard & Poors (2007), "The leveraged financial market swaggers on into 2007", 23 januari.

Svenning, C. (1996), *Metodboken: En bok om samhällsvetenskaplig metod och metodutveckling*. Eslöv: Lorentz

Tysk bank. Muntlig delgivning via telefon, 2006-11-30.

UBS Investment Research (2006), "Q-Series: Leveraged buy-outs", 6 juli.

Wiehe, W. (2006), "LBO:s risk for bond investors". *Credit Suisse Emagazine*, 28 juni.

Woelfel, C. J. (1994), *The Fitzroy Dearborn Encyclopedia of banking and finance*. Chicago: Fitzroy Dearborn Publisher.

Ziga, Andreas. Analytiker vid Standard & Poors. Muntlig delgivning 2006-11-29.

Appendix

Utdrag angående ägarförändringsklausulen från emissionsprotokollet vilket sammanställdes för Scantias EUR600m obligation.

ANNEX A

The Conditions shall be deemed amended (i) by the deletion of the definition of "Put Notice" and (ii) by the deletion of the first three sentences of Condition 7(d) Redemption at the option of Noteholders (Investor Put) and the substitution therefor of the following wording:

If at any time while any Note remains outstanding (i) a Change of Control occurs and (ii) within the Change of Control Period (A) (if at the time that the Change of Control occurs the Notes are rated with the agreement of the Issuer) a Rating Downgrade in respect of that Change of Control occurs, or (B) (if at such time the Notes are not rated) a Negative Rating Event in respect of that Change of Control occurs (in either case, a "Put Event"), the holder of each Note will have the option (unless, prior to the giving of the Put Event Notice referred to below, the Issuer gives notice to redeem the Notes under Condition 7(b)) to require the Issuer to redeem or, at the Issuer's option, purchase (or procure the purchase of) that Note on the Optional Redemption Date (Put) (as defined below) at its principal amount together with (or, where purchased, together with an amount equal to) accrued interest to but excluding the Optional Redemption Date (Put).

A "Change of Control" shall be deemed to have occurred at each time (whether or not approved by the Board of Directors or the Executive Board of the Issuer or the Board of Directors of the Guarantor, as the case may be) that any person ("Relevant Person") or persons acting in concert or any person or persons acting on behalf of any such person(s), at any time directly or indirectly owns or acquires, (A) more than 50 per cent. of the issued ordinary share capital of the Issuer or the Guarantor or (B) such number of the shares in the capital of the Issuer or the Guarantor carrying more than 50 per cent. of the voting rights normally exercisable at a general meeting of the Issuer or the Guarantor, as the case may be, provided that a Change of Control shall not be deemed to have occurred if the shareholders of the Relevant Person are also, or immediately prior to the event which would otherwise constitute a Change of Control were, all of the shareholders of the Issuer or the Guarantor, as the case may be.

"Change of Control Period" means the period ending 90 days after the public announcement of the Change of Control having occurred.

"Investment Grade Rating" means a rating of BBB- by S&P or its equivalent for the time being, or better.

A "Negative Rating Event" shall be deemed to have occurred if (i) the Issuer or the Guarantor does not on or before the 45th Business Day after the relevant Change of Control seek, and thereafter use all reasonable endeavours to obtain from a Rating Agency, a rating or (ii) if it does so seek and use such endeavours, it has not at the expiry of the Change of Control Period and as a result of such Change of Control obtained an Investment Grade Rating, provided that the Rating Agency publicly announces or publicly confirms in writing that its declining to assign an Investment Grade Rating was the result, in whole or in part, of the applicable Change of Control.

"Rating Agency" means Standard & Poor's Rating Services, a division of The McGraw-Hill Companies, Inc. ("S&P") and its successor or any other rating agency of equivalent international standing specified from time to time by the Issuer or the Guarantor, as the case may be.

A "Rating Downgrade" shall be deemed to have occurred in respect of a Change of Control if within the Change of Control Period the rating previously assigned to the Notes by any Rating Agency at the invitation of the Issuer or the Guarantor is (x) withdrawn or (y) changed from an Investment Grade Rating to a non Investment Grade Rating (BB+ by S&P, or its equivalents for the time being, or worse) or (z) (if the rating assigned to the Notes by any Rating Agency at the invitation of the Issuer or the Guarantor shall be below an Investment Grade Rating) lowered one full rating category (for example, from BB+ to BB by S&P or such similar lower or equivalent rating), provided that a Rating Downgrade otherwise arising by virtue of a particular change in rating shall be deemed not to have occurred in respect of a particular Change of Control if the Rating Agency making the change in rating to which this definition would otherwise apply does not

publicly announce or publicly confirm that the reduction was the result, in whole or in part, of any event or circumstance comprised in or arising as a result of, or in respect of, the applicable Change of Control.

Promptly upon the Issuer becoming aware that a Put Event has occurred, the Issuer shall give notice (a **"Put Event Notice"**) to the Noteholders in accordance with Condition 14 specifying the nature of the Put Event and the circumstances giving rise to it and the procedure for exercising the option contained in this Condition 7(d).

To exercise the option to require redemption or, as the case may be, purchase of a Note under this Condition 7(d) the holder of that Note must, if this Note is in definitive form and held outside Euroclear and Clearstream, Luxembourg, deliver such Note, on any business day in the city of the specified office of the relevant Paying Agent falling within the period (the **"Put Period"**) of 45 days after a Put Event Notice is given, at the specified office of any Paying Agent, accompanied by a duly signed and completed notice of exercise in the form (for the time being current) obtainable from the specified office of any Paying Agent (a **"Put Option Notice"**) and in which the holder must specify a bank account (or, if payment is required to be made by cheque, an address) to which payment is to be made under this Condition 7(d). The Note should be delivered together with all Coupons appertaining thereto maturing after the date (the **"Optional Redemption Date (Put)"**) which is the seventh day after the last day of the Put Period) failing which an amount will be deducted from the payment to be made by the Issuer on redemption of the Notes corresponding to the aggregate amount payable in respect of such missing Coupons.

If this Note is represented by a Global Note or is in definitive form and held through Euroclear or Clearstream, Luxembourg, to exercise the right to require redemption or, as the case may be, purchase of a Note under this Condition 7(d) the holder of the Note must, within the Put Period, give notice to the Agent of such exercise in accordance with the standard procedures of Euroclear and Clearstream, Luxembourg (which may include notice being given on his instruction by Euroclear or Clearstream, Luxembourg or any common depositary for them to the Agent by electronic means) in a form acceptable to Euroclear and Clearstream, Luxembourg from time to time and, if this Note is represented by a Global Note, at the same time present or procure the presentation of the relevant Global Note to the Agent for notation accordingly.

The Paying Agent to which such Note and Put Notice are delivered or the Agent, as the case may be, will issue to the holder concerned a non-transferable receipt (a **"Put Option Receipt"**) in respect of the Note so delivered or, in the case of a Global Note or note in definitive form held through Euroclear or Clearstream, Luxembourg, notice received. The Issuer shall redeem or at the option of the Issuer purchase (or procure the purchase of) the Notes in respect of which Put Option Receipts have been issued on the Optional Redemption Date (Put), unless previously redeemed and purchased. Payment in respect of any Note so delivered will be made, if the holder duly specified a Euro bank account in the Put Option Notice to which payment is to be made, on the Optional Redemption Date (Put) by transfer to that bank account and in every other case on or after the Optional Redemption Date (Put), in each case against presentation and surrender or (as the case may be) endorsement of such Put Option Receipt at the specified office of any Paying Agent in accordance with the provisions of this Condition 7(d).

