Utvecklingen på den svenska marknaden för företagsobligationer och eventuella regleringsbehov

*Erik Lidman**

Until 2008, the Swedish corporate bond market was of limited importance as a source of funding for non-financial corporations and was dominated by a handful of large and established industrial companies. However, over the past twenty years, and especially since the 2008 financial crisis, the market has developed and grown significantly, both in terms of market capitalisation and the number of companies using the market for their debt financing. At the end of 2021, the total outstanding amount of non-financial corporate bonds was USD 77 billion, more than double the amount at the end of 2008. Over the same period, financing through the issuance of corporate bonds has also increased in importance. After remaining stable at a low level of between nine and eleven percent between 2000 and 2012, market-based debt financing had increased to 16 percent of corporate debt financing by 2020. The market has furthermore evolved significantly at the issuer and issue level. Between 2000 and 2010, the average number of issuers was eight per year, while the average between 2011 and 2021 was 39. Issues above USD 500 million accounted for one-third of issuance between 2000 and 2010 (in 2007, 62 percent). Issues below USD 100 million accounted for no more than nine percent on average during this period. The median issue size declined sharply after 2010, reaching USD 60 million in 2021, a decrease of more than 90 percent compared to about ten years earlier. In the same year, issues under USD 100 million accounted for 68 percent of total issuance, while the largest category (over USD 500 million) accounted for only five percent. Over the period, the number of issuers has thus increased significantly while the median issue size has decreased, mainly due to an influx of smaller domestic companies.

The risk profile has also changed. First, the credit quality of the market has declined. For bonds issued in 2021, the average volume-weighted credit rating was just above BBB-, which is historically low. This also applies to the share of BBB bonds among investment-grade issues. In 2021, BBB bonds accounted for almost 76 percent of investment grade issues, up from an average of less than eleven percent over the period 2000-2008. By far the largest corresponding decrease has occurred

* Docent och lektor i civilrätt vid Stockholms och Göteborgs universitet samt föreståndare för Swedish Corporate Governance Institute.

Artikeln bygger delvis på ett forskningsprojekt som genomförts i samarbete mellan Swedish Corporate Governance Institute och OECD och som publicerades i oktober 2022: OECD (2022), *The Swedish Corporate Bond Market and Bondholder Rights*, OECD Publishing, Paris. Forskningsprojektet och publikationerna inom det har möjliggjorts genom generös finansiering från Nasdaq Nordic Foundation, vilket författaren såväl som arbetsgruppen vid OECD och Swedish Corporate Governance Institute är oerhört tacksamma för.

in the category of A-rated bonds. In addition, a significant proportion of Swedish corporate bonds have no credit rating at all. Of all the issues carried out between 2000 and 2021, 46 percent had no credit rating. In addition, covenant protection, especially for non-investment grade bonds and bonds with lower credit quality, has also weakened during the period 2011-2021, likely in part as a result of investors accepting higher risk for higher returns in a low interest rate environment.

Two other risk profile trends concern the maturity of the outstanding bonds and the share of bonds issued at floating rates. With regard to the maturity of outstanding bonds, this is lower in Sweden than the global average. The value-weighted average maturity of Swedish non-financial corporate bonds in 2021 was 8.4 years, which is 11 percent lower than the global average. At the same time, the share of variable rate bonds of the total amount issued in Sweden has increased significantly over the past decade: from 18 percent in 2010 to 53 percent in 2021. From the company's perspective, this increases the exposure to interest rate increases. Ultimately, this can also have consequences for the financial stability of the bond market in general, if the proportion of debt with variable interest rates is high. If cost levels become unsustainable for a sufficiently large number of firms, this could in turn lead to widespread defaults and further pressure on capital markets. When firms have large amounts of debt maturing within a short period of time, they are exposed to refinancing risks. If a large share of the total outstanding bonds in a market matures in a relatively short period of time that coincides with a general decline in the availability of debt financing, this can lead to a systemic risk for the market that could reinforce a general downward economic trend and affect the real economy.

Finally, the composition of investors has also changed over the past twenty years. An important development is that investment funds have grown as an investor group since 2012. In 2011, investment funds held around 2 percent of total outstanding bonds (by value), which increased to 17 percent in 2020. Counting only domestic ownership, they account for 43 percent, compared to 6 percent in 2011. This has been partly matched by a decline in the ownership of banks, money market funds and credit institutions, which now account for 12 percent of domestic ownership, compared with 46 percent in 2009. Although the direct participation of private individuals (households) in the bond markets is very low, private investors have thus gained increased exposure to the market through the funds.

The Swedish corporate bond market development is over all positive: it opens up new financing opportunities for more companies, especially SMEs, and gives investors new options. But it does also give rise to some concerns. The market has evolved from a niche market for financing a handful of large industrial companies to a market one and a half times the size of the public equity market, now accounting for a significant share of total corporate debt financing, but without any accompanying positive developments in liquidity or transparency. The number of non-financial issuers has increased by 800 percent over a couple of decades, mainly due to an influx of smaller companies making smaller but more frequent issues with shorter maturities, variable interest rates and lower covenant protection, as well as with lower credit quality.

Overall, the market has thus gained significant economic importance, while at the same time it seems to have become more exposed to economic fluctuations, and the risk for investors has increased. If systemic stability and (or) investor risk are assumed to be reasons for regulation, this picture probably raises questions about how the regulation of the market looks and works. For understandable reasons, regulation has not evolved at the same pace as the market, and in a number of areas the need and conditions for regulation (in some form) should be examined:

***Disclosure in connection with issues*: market developments combined with market practice mean that the information a company provides in connection with an issue is not subject to prospectus or other equivalent regulation. To ensure that investors receive adequate information in connection with issues and to reduce information asymmetries, there is reason to consider whether the information provided in connection with an issue should be regulated.**

***Comparability of bond terms*: despite the fact that the Swedish Securities Market's template terms have been widely applied in the market, there are large variations between bond terms, including in terms of covenants. It can be considered whether regulatory measures should be taken to facilitate analysis and comparability between bond terms.**

***Equal treatment of bondholders*: Ch. 18, sec. 3 of the Securities Market Act stipulates that the issuer shall treat all bondholders of the same status equally. How this principle of equal treatment is to be applied is unclear, however, and given the importance of the principle, there is reason to consider whether the principle should be concretised in the same way as on the stock market.**

***Issuer disclosure*: it is unclear what applies to the obligation of issuers to disclose inside information under Articles 7 and 17 of MAR. Although regulation in any form seems less appropriate to clarify this, discussion among market participants to establish market practice is likely to be beneficial.**

***Regulation of the agent's role*: the role of the agent is not subject to specific regulation in Sweden. Given the conflict of interest inherent in the agent's role, there is good reason to consider introducing regulation of the agent's role and obligations in relation to the bondholders, similar to what applies in the other Nordic countries.**

***Credit rating*: Sweden has an unusually high proportion of issuers with no credit rating at all, which can be explained by the composition of the market and the costs of obtaining a credit rating, as well as certain historical reasons. However, credit ratings may fulfil an important function in the market and there is thus reason to consider measures that create further incentives for the use of credit ratings.**

1. Introduktion

1.1. Bakgrunden till studien

Fram till 2008 var den svenska företagsobligationsmarknaden av mindre betydelse som finansieringskälla för icke-finansiella företag, och dominerades av en handfull stora och etablerade industriföretag. Under de senaste tjugo åren, och särskilt sedan finanskrisen 2008, har emellertid marknaden utvecklats och vuxit kraftigt, både sett till marknadskapitalisering och antal bolag som använder sig av marknaden för sin lånefinansiering. Anledningarna till detta är sannolikt flera, men bidragande har med all säkerhet varit historisk låga räntenivåer i kombination med strängare internationell bankreglering och minskad bankutlåning för vissa marknadssegment. Det genomsnittliga årliga beloppet för icke-finansiella företagsobligationer som emitterades under perioden 2009-2021 var mer än dubbelt så stort som under perioden före krisen (2000-2008). I slutet av 2021 var det totala utestående beloppet för icke-finansiella företagsobligationer 77 miljarder dollar, vilket är mer än dubbelt så mycket som i slutet av 2008. Under samma period har antalet emittenter mångdubblats, samtidigt som medianemissionsstorleken har minskat. Denna utveckling tyder på en ökad tillgänglighet och en ökad användning av företagsobligationsmarknaden bland mindre svenska företag.

Denna utveckling är förstås mycket positiv: den öppnar upp nya möjligheter för finansiering för fler företag, särskilt små och medelstora, och ger placerare nya och mer diversifierade investeringsmöjligheter. Men utvecklingen har inte skett utan växtvärk, och regleringen av marknaden har inte utvecklats i samma takt som marknaden växt. Denna arti-

kel syftar till att belysa om den utveckling som ägt rum på marknaden gett upphov till regleringsbehov, och i så fall på vilka områden.[1]

1.2. Disposition

Artikeln är disponerad som följer.

Avsnitt 2 ger först en översikt över den svenska marknaden för icke-finansiella företagsobligationer med avseende på storlek, riskprofil och emittenternas egenskaper. I avsnittet undersöks också utvecklingen bland investerarna på marknaden samt hur kovenanterna på den svenska marknaden förändrats över tid. Jämförelser görs löpande till utvalda utländska välutvecklade obligationsmarknader.[2] Avsnittet innehåller också en beskrivning av sekundärmarknadens funktion och likviditet, samt en beskrivning av och reflektioner avseende hur covid-19-pandemin påverkade den svenska företagsobligationsmarknaden med vissa utländska jämförelser (särskilt till Israel).

I avsnitt 3 presenteras en översikt avseende de centrala delarna av regleringen av den svenska obligationsmarknaden. I avsnittet behandlas särskilt regleringen avseende emissionsprocessen, s.k. pristransparens,[3] emittenternas informationsgivning samt likabehandling av obligationsinnehavare. Reglering avseende finansiella institut, marknadens tekniska funktion, fonder och gröna obligationer berörs inte.

I avsnitt 4 diskuteras slutligen konsekvenserna av utvecklingen av den svenska företagsobligationsmarknaden som beskrivits i avsnitt 2, i förhållande till regleringen beskriven i avsnitt 3. Syftet med avsnittet är att peka på områden där marknadens utveckling inneburit att regleringen idag på ett eller annat sätt synes vara bristfällig, samt att presentera några uppslag till hur regleringen kan utvecklas som kan bidra till att hantera dessa brister.[4]

1.3. Några metodologiska och terminologiska frågor

Studien bygger, utöver på rättsliga analyser, på empiriska metoder och jämförelser med andra regleringar och marknader, och något ska här sägas om tillvägagångssättet i dessa delar. Metodologiska frågor vad gäller den empiriska undersökningen behandlas också löpande i anslutning till att de uppkommer.

Uppgifterna om emissioner av företagsobligationer bygger på beräkningar med hjälp av uppgifter från Thomson Reuters Eikon, som tillhandahåller internationella uppgifter om nyemissioner av företagsobligationer som garanteras av en investeringsbank. Databasen innehåller detaljerad information om varje emission av företagsobligationer, inklusive emittentens identitet, nationalitet och sektor, obligationens typ, räntesatsstruktur, förfallodag och kreditbetyg samt om intäkterna från emissionen. Konvertibla skuldebrev, transaktioner som registrerats men inte genomförts, preferensaktier, obligationer med en ursprunglig löptid på högst ett år eller en emissionsvolym på mindre än en miljon dollar är uteslutna från datasetet.

Viktigt att notera är att analyserna i artikeln är begränsade till obligationsemissioner av icke-finansiella företag.[5] Syftet är att därmed

1. En viktig och möjligen självklar utgångspunkt är med andra ord att reglering bör undvikas om det inte finns problem på marknaden som inte kan förväntas hanteras av marknadsaktörerna, och där nyttan av reglering kan antas överstiga kostnaderna för den. En närmare diskussion om när reglering kan betraktas vara påkallad förs i avsnitt 4.
2. Mer om dessa jämförelser i avsnitt 1.3.
3. Med pristransparens åsyftas transparensen på marknaden avseende information om handeln i en obligation (pris och volym). Se vidare avsnitt 3.3.
4. Det faller dock utanför artikelns avgränsningar att föreslå eller närmare utveckla konkreta regleringsförslag.
5. En mer rättvisande titel på artikeln skulle således egentligen vara »Utvecklingen på den svenska marknaden för icke-finansiella företagsobligationer och eventuella regleringsbehov«. För att inte

fånga obligationsmarknaden vad gäller (och dess betydelse för) den reala ekonomin, och inte obligationer emitterade av exempelvis banker eller andra finansiella institut där obligationerna generellt har väsentligt annorlunda syften än att finansiera företagande.[6] I studien inkluderas inte heller fastighetsbolag. Detta beror delvis på att fastighetsbolag generellt betraktas som finansiella företag, men också på att de skiljer sig kraftigt från andra företag. Eftersom fastighetsbolag utgör cirka hälften av emittenterna på den svenska marknaden presenteras emellertid vissa löpande observationer i förhållande till dessa, och läsaren bör ha detta i åtanke särskilt i avsnitt 2.[7] Beträffande information om marknader och obligationer i andra länder än Sverige görs landsuppdelningen utifrån emittentens hemvistland.

Terminologin som i praktiken används av de som arbetar med företagsobligationer är till övervägande del engelsk. Även om denna artikel är skriven på svenska, används därför de engelska standardtermerna där en översättning inte framstår som lämplig (t.ex. gällande hur kovenanter beskrivs). I fråga om valuta är det i allt väsentligt amerikansk dollar (i det följande bara »dollar«) som används för att beskriva monetära värden. Anledningen är att det är den valuta som används i underliggande data. Årliga emissionsbelopp som ursprungligen samlades in i dollar justerades med 2020 års amerikanska konsumentprisindex (CPI). Information som lämnats månadsvis har samlats in och presenteras i dollar.

Eftersom olika regler vanligtvis gäller beroende på en obligations noteringsstatus bör något också sägas om terminologin som används i rapporten i detta hänseende. På grund av hur underliggande data är konstruerad används IOSCOs definition av vad som är en »noterad« obligation,[8] som i korthet kan sägas definieras som obligationer som är upptagna till handel på en reglerad marknad. Detta innebär att obligationer som inte är upptagna till handel på en reglerad marknad, men handlas på en annan marknadsplats (t.ex. Alternative Trading System (ATS), Organised Trading Facility (OTF), eller Multilateral Trading Facility (MTF) inte inkluderas i beskrivningarna som gäller noterade obligationer. Som framgår i avsnitt 2 är emellertid de flesta svenska obligationer som är upptagna till handel noterade på Nasdaq Stockholms huvudmarknad (en reglerad marknad), och definitionen fångar således den svenska marknadens sammansättning väl.

I fråga om de jämförelser som görs till utländska marknader bör något sägas om både urval och ambitionsnivå. Beroende på relevans för det särskilda område som diskuteras och på tillgången till information används olika jämförelseländer. Möjligen kan det uppfattas som osystematiskt, men det bör då nämnas att framställningen i dessa delar inte gör anspråk på att vara en fullödig komparativ analys, utan att det

tynga språket i artikeln mer än nödvändigt nöjer jag mig här med att ange att hänvisningar till svenska företagsobligationer och den svenska företagsobligationsmarknaden alltså avser icke-finansiella företagsobligationer och den svenska icke-finansiella företagsobligationsmarknaden.

6. Branschklassificeringen är utförd på grundval av Thomson Reuters Business Classification (TRBC). Industrigrupper på första nivån (TRBC Economic Sector) används för alla analyser utom för de analyser som rör fastighetsbolag. Dessa företag ingår i den finansiella gruppens första nivå, så för att identifiera dem används en industrigrupp på andra nivån (TRBC Industry Group).
7. På grund av fastighetsbranschens betydelse för den svenska marknaden för företagsobligationer ägnas dock ett särskilt avsnitt åt fastighetsbranschen i OECD (2022), *The Swedish Corporate Bond Market and Bondholder Rights*, OECD Publishing, Paris (avsnitt 1.9). Generellt kan det dock nämnas att finansbranschen står för en betydande del av den svenska obligationsmarknaden, med hela 77 procent av den totala emissionen 2021.
8. Se IOSCO (2017), *Regulatory Reporting and Public Transparency in the Secondary Corporate Bond Markets*, https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD578.pdf.

snarare är frågan om utblickar som har en tjänande roll i förhållande till syftet och att närmast inspirera diskussion. Jämför härvid Strömholms diskussion om »komparativa framställningar«, där Strömholm gör följande distinktion:

> För praktiska syften skulle jag här vilja dra gränsen mellan komparativa framställningar och sådana där främmande rätt har en mer underordnad, »tjänande« roll med utgångspunkt i den distinktionen. Sväller behandlingen av främmande rätt annat än rent undantagsvis ut till självständiga problemanalyser, kan man tala om en komparativ framställning; håller den sig övervägande till deskription, föreligger ett arbete av det slag som skall diskuteras i det följande.[9]

Se också, för liknande syn på nyttan av komparativa, »tjänande inslag«, Sacco: »only through comparison do we become aware of certain features of whatever we are studying. […] knowledge of single systems can be the fruit of comparative studies and in that respect it is also among the aims of comparative law.«[10]

Många personer har delat med sig av sin tid och kunskap avseende obligationsmarknadens funktion i praktiken och genom detta varit helt nödvändiga för den analys som presenteras i artikeln. Under våren 2022 genomförde författaren, tillsammans med ett team från OECD, ett fyrtiotal intervjuer med seniora experter från både privat och offentlig sektor verksamma på obligationsmarknaden, däribland Finansinspektionen, Riksbanken, marknadsplatser, ledande juridiska och finansiella rådgivare, banker, emittenter och intermediärer. Det huvudsakliga värdet av dessa intervjuer har varit att ge vägledning i vilka frågor som satts i fokus i avsnitt 2 och 3 (med andra ord studiens design och vissa hypoteser). I vissa fall har emellertid uppgifter i intervjuerna varit av en sådan art att de inte varit möjliga att belägga empiriskt. När en slutsats eller argumentation bygger på en sådan uppgift anges detta särskilt i texten för att läsaren ska vara medveten om att underlaget i ett visst hänseende bygger på erfarenheter från marknadsaktörer.

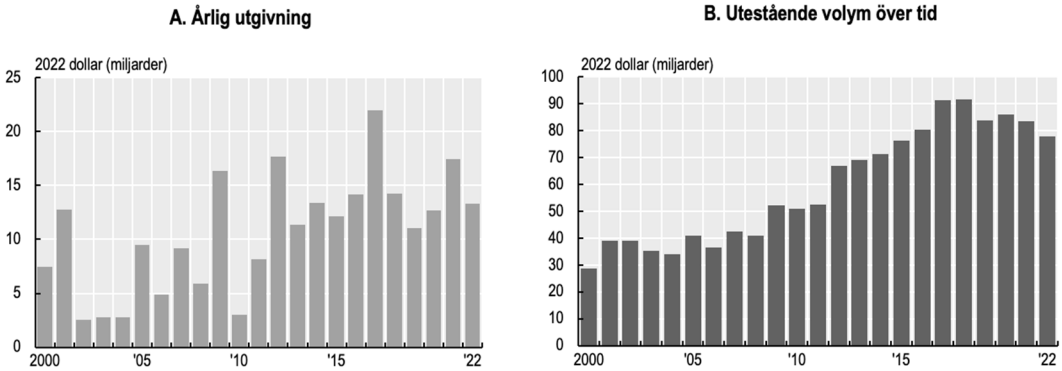
2. Den svenska marknadens status och utveckling

2.1. Marknadens storlek

Den svenska marknaden för företagsobligationer för icke-finansiella företag är relativt ung. Fram till 2008 var den en relativt liten marknad, dominerad av en handfull stora och etablerade industriföretag. Efter finanskrisen började marknaden emellertid växa kraftigt. Anledningarna till detta är troligen många, men bidragande har med all säkerhet varit historisk låga räntor i kombination med strängare internationell bankreglering och minskad bankutlåning för vissa marknadssegment. I slutet av 2022 uppgick det totala beloppet för utestående icke-finansiella företagsobligationer till ca 78 miljarder dollar, vilket var mer än dubbelt så mycket som 2008 (figur 1 panel B). Den genomsnittliga årliga emissionsvolymen var under perioden 2000–2022 (figur 1 panel A) rentav större än den årliga emissionsvolymen av aktier, vilket förstås är anmärkningsvärt i ett land som hade det högsta aktiemarknadsvärdet i förhållande till BNP och det högsta nettotillflödet av bolag till aktiemarknaden i EU under ungefär samma period.[11]

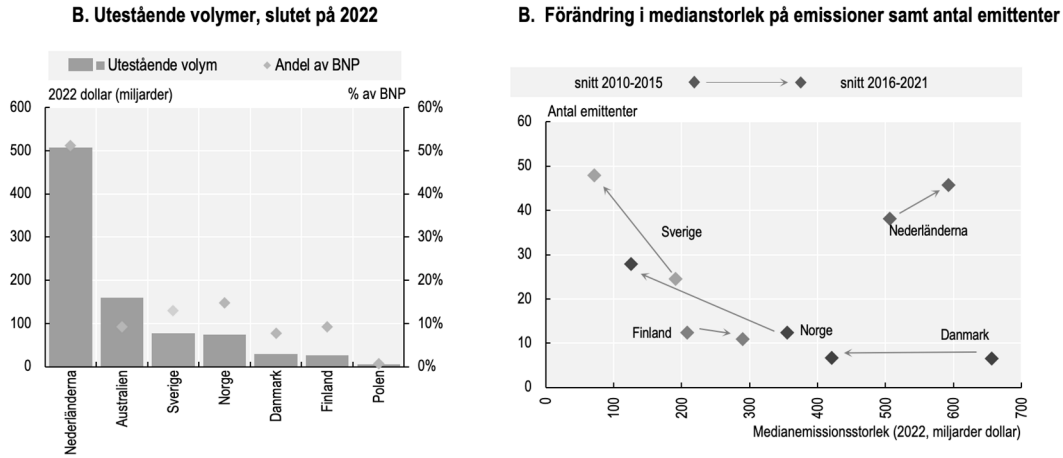
9. Se Strömholm (1971), *Användningen av utländskt material i juridiska monografier*, några anteckningar och förslag, i SvJT 1971, s. 252.
10. Sacco (1991), *Legal Formants: A Dynamic Approach to Comparative Law*, The American Journal of Comparative law, 39(1), s. 1.
11. Se Oxera (2020), Primary and secondary equity markets in the EU, tillgänglig på: *oxera.com/wp-content/uploads/2020/11/Oxera-study-Primary-and-Secondary-Markets-in-the-EU-Final-Report-EN-1.pdf*. Det kan dock noteras att storleksskillnaden mellan företagsobligations- respektive aktiemarknaden internationellt sett fortfarande är liten i jämförelse med andra marknader. Den genomsnittliga årliga obligationsutgivningen har varit 1,5 gånger så stor som utgivningen av aktier i Sverige sedan 2009. Motsvarande faktor i Förenta staterna har varit 5,5.

Figur 1: Storleken på den svenska marknaden för icke-finansiella företagsobligationer



Källa: OECD Capital Market Series dataset, Thomson Reuters Datastream.[12]

Figur 2. Marknaderna för icke-finansiella företagsobligationer, internationell jämförelse



Källa: OECD Capital Market Series dataset, Thomson Reuters Datastream.

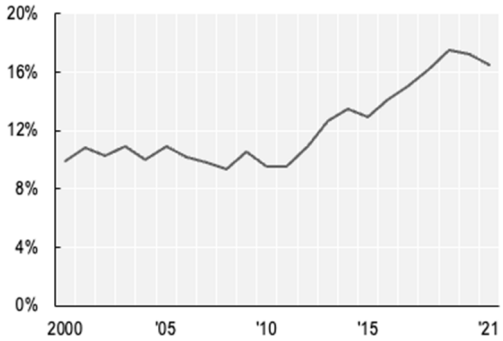
Sett till utestående belopp har Sverige därmed den största icke-finansiella företagsobligationsmarknaden i Norden. Medan det totala utestående beloppet år 2021 var 83 miljarder dollar, var motsvarande belopp cirka fem miljarder dollar lägre i Norge och ungefär en tredjedel i Danmark och Finland. Under samma period har antalet emittenter ökat, samtidigt som emissionsstorlekarna minskat. I figur 2 ovan jämförs den svenska marknadens storlek och utvecklingen avseende antal emittenter och emissionsstorlek med några utländska marknader för att illustrera förändringarna.

Marknadsbaserad skuldfinansiering,[13] främst genom emissioner av företagsobligationer, har också under perioden ökat mer än företagens finansiering genom banklån, och företagsobligationslån har således ökat som

12. Vid beräkning av det utestående beloppet för företagsobligationer under ett visst år dras emissioner som inte längre är utestående på grund av att de har lösts in före förfallodagen av. Uppgifterna om förtida inlösen har inhämtats från Thomson Reuters Eikon och omfattar obligationer som har lösts in i förtid på grund av att de har återbetalats.
13. I meningen *marketable securities*.

andel av företagens totala skuldfinansiering. Efter att ha legat stabilt lågt, mellan 9 procent och 11 procent mellan 2000 och 2012, hade den marknadsbaserade skuldfinansieringen ökat till 16 procent av bolagens lånefinansiering för 2021 (figur 3). Andelen var 17 procent åren 2019 och 2020.

Figur 3. Obligationslån, andel i svenska icke-finansiella företags skuldfinansiering



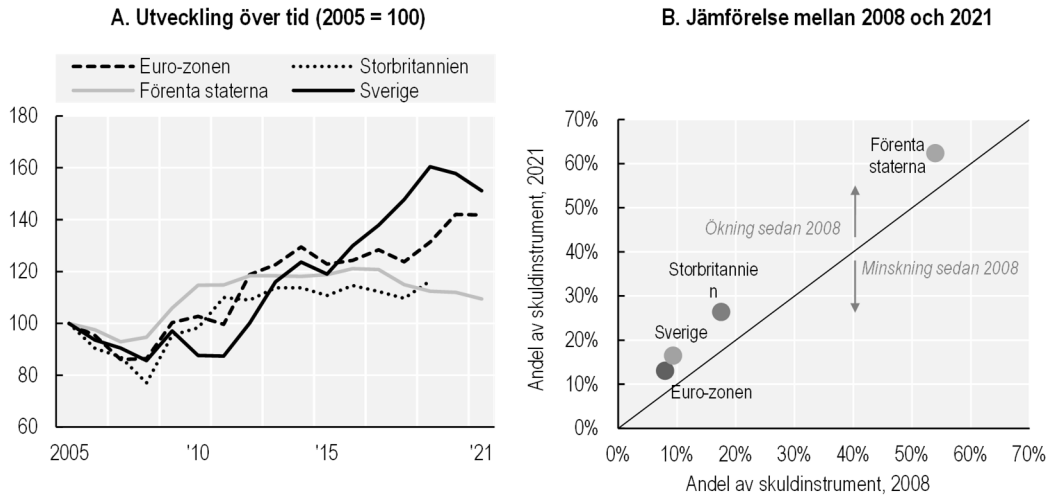
Anmärkning: Figuren visar andelen skuldebrev (lång- och kortfristiga) av den totala skuldfinansieringen (summan av totala lån och totala skuldebrev) för icke-finansiella företag. Källa: Finansräkenskaper från Statistiska centralbyrån (SCB).

Mellan 2005 och 2020 ökade således obligationslån som andel av företagens totala skuldsättning med 45 procent i Sverige. Detta kan jämföras med en motsvarande ökning om 16 procent i Storbritannien, 15 procent i Förenta staterna och 42 procent i euroområdet (figur 4, panel A). Som framgår av panel B är dock en delförklaring till denna kraftiga ökning en jämförelsevis låg initial andel, och andelen är fortfarande lägre än i både Förenta staterna och Storbritannien. År 2020 var andelen av den totala skuldfinansieringen för svenska icke-finansiella företag 16 procent. Detta är mer än snittet i euroområdet (13 procent), men mindre än andelen i Storbritannien (26 procent) och väsentligt mindre än i Förenta staterna (65 procent).

2.2. Trender gällande marknadens riskprofil

I takt med marknadens utveckling och tillväxt som presenterats ovan har också riskprofilen på marknaden förändrats. Några särskilda

Figur 4. Andel av den totala skuldfinansieringen



Anmärkning: Panel A visar obligationer och andra skuldbaserade finansiella instrument (långfristiga och kortfristiga) av den totala skuldfinansieringen för icke-finansiella företag. I panel B avser värdet för Storbritannien på y-axeln 2019 på grund av begränsad tillgång till data. Källa: ECB; Statistiska centralbyrån; UK Office for National Statistics; US Federal Reserve.

trender kan noteras avseende kreditbetyg, löptid och återbetalningsprofil på utestående obligationer, samt valutasammansättning.

Kreditbetyg

En första trend att notera gäller kreditbetyg. Ett kreditbetyg är enkelt uttryckt tänkt att erbjuda ett relativt mått på kapaciteten hos en gäldenär att infria sina skyldigheter gentemot sina borgenärer genom en kvantitativ och kvalitativ analys från en oberoende part, som generellt också övervakas löpande. Att ha ett kreditbetyg från ett av de största kreditvärderingsinstituten är ofta en förutsättning för att kunna emittera obligationer till institutionella investerare, som använder kreditbetyg som ett aggregerat riskhanteringsverktyg för stora portföljer och som inte nödvändigtvis följer affärsmodeller som möjliggör en detaljerad granskning av enskilda obligationer. Vissa institutionella investerare, särskilt pensionsfonder, är också rättsligt begränsade till att endast investera i obligationer med ett visst minsta kreditbetyg.[14]

Det är därför viktigt att notera att kreditkvalitén på den svenska marknaden sjunkit under den tid den svenska marknaden vuxit som kraftigast mellan åren 2009 och 2021 (se figur 5, panel A).[15] För obligationer som emitterades under 2021 låg det genomsnittliga volymviktade kreditbetyget strax över BBB-.[16] Historiskt har snittet endast varit lägre än så under åren 2004 och 2016. Denna generella försämring av kreditkvalitén följer en liknande global trend (se figur 5, panel A). Delvis kan detta antas drivas av att investerare är villiga att acceptera högre risk i jakt på högre avkastning i den allmänna lågräntemiljö som har rått de senaste tio åren.[17]

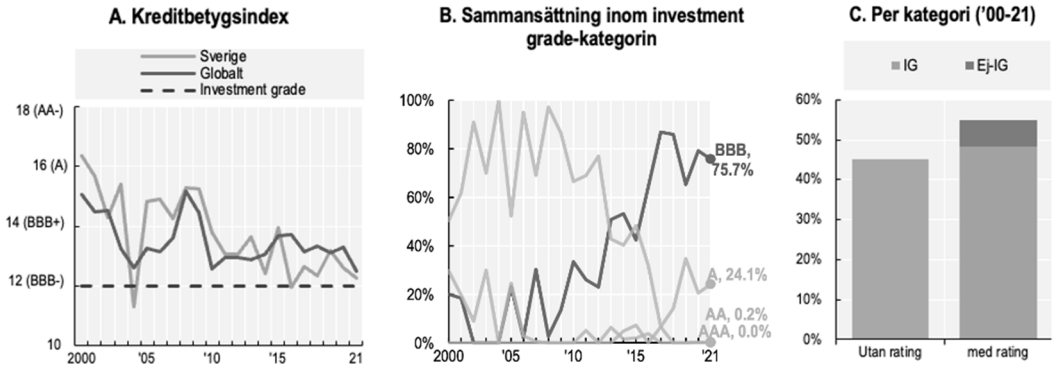
En annan anmärkningsvärd utveckling gällande kreditbetygen är andelen BBB-obligationer bland investment grade-emissionerna. År 2021 utgjorde BBB-obligationer nästan 76 procent av investment grade-emissionerna, vilket är en ökning från ett genomsnitt på mindre än 11 procent under perioden 2000–2008 (figur 5, panel B). Den överlägset största

14. Se t.ex. Chen, Lookman, Schürhoff & Seppi (2014), *Rating-based Investment Practices and Bond Market Segmentation*, The Review of Asset Pricing Studies, 4(2), s. 162–205.
15. Gällande data avseende kreditbetyg tillhandahåller Thomson Reuters Eikon kreditbetygsinformation från de tre ledande kreditvärderingsinstituten S&P, Fitch och Moody's (dock ej Nordic Credit Rating). För varje obligation som har kreditvärderingsinformation i datasetet tilldelas ett värde på 1 för lägsta kreditkvalitetsbetyg (C) och 21 för högsta kreditkvalitetsbetyg (AAA för S&P och Fitch och Aaa för Moody's). Det finns 11 kategorier som är non-investment grade: fem från C (C till CCC+) och sex från B (B- till BB+). Det finns tio kategorier med investment grade status: tre från B (BBB- till BBB+) och sju från A (A- till AAA). Om det finns kreditbetyg från flera kreditvärderingsinstitut för en viss emission har deras genomsnitt använts. För vissa emissioner finns däremot ingen information om kreditbetyg tillgänglig. För sådana emissioner tilldelas det genomsnittliga kreditbetyget för alla obligationer som utfärdats av samma emittent under samma år (t). Om emittenten inte har några obligationer med kreditbetyg år t, beaktas även år t1 respektive år t2. Detta förfarande ökar antalet obligationer med kreditbetyg i datasetet och förbättrar därmed representativiteten i kreditvärderingsbaserade analyser. Vid åtskillnad mellan investment grade och non-investment grade avrundas det slutliga kreditbetyget till närmaste heltal, och emissioner med ett avrundat kreditbetyg som är mindre än eller lika med 11 klassificeras som non-investment grade. Därtill kan en obligation förstås också sakna kreditbetyg helt och hållet. På grund av den förändrade räntepolitiken under 2022 stannar mätperioden vid 2021.
16. Det lägsta kreditbetyget för investment grade.
17. För Sveriges del kan man här notera att Riksbanken var den första centralbanken som införde negativ styrränta i början av 2015, se t.ex. https://www.riksbank.se/en-gb/about-the-riksbank/history/historical-timeline/2000-2018/negative-repo-rate-is-introduced/

motsvarande minskningen har skett inom kategorin obligationer med en A-rating.

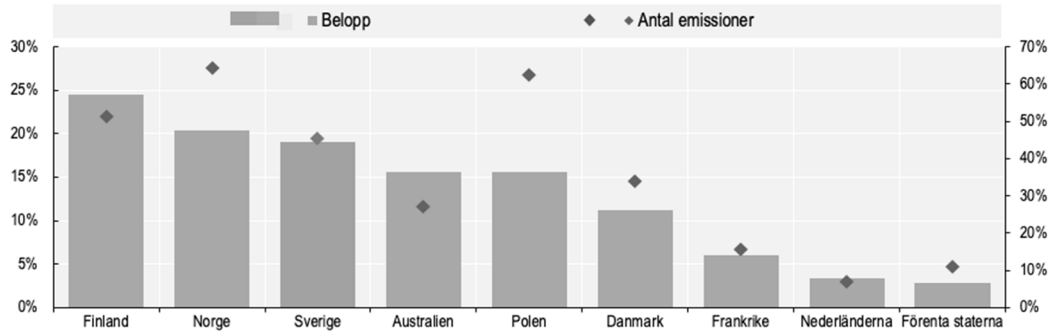
Det är också viktigt att notera att en betydande andel av de svenska obligationerna saknar kreditbetyg. Av samtliga emissioner som genomfördes mellan 2000 och 2021 saknade hela 46 procent kreditbetyg. Av obligationerna med kreditbetyg var 83 procent investment grade (figur 5, panel C). Sett till *belopp* hade Sverige den tredje högsta andelen obligationer utan kreditbetyg bland jämförelseländerna nedan från 2000 till 2021 (figur 6). Med 19 procent är den tre gånger högre än andelen i Frankrike och nästan sex gånger högre än andelen i Nederländerna. Bilden är likartad även sett till *antalet* obligationer utan kreditbetyg, som i allmänhet är högre eftersom större emissioner är mer sannolika att ha kreditbetyg. Dessutom omfattar emittenter utan kreditbetyg i Sverige både mindre företag och stora välkända företag.[18] Skillnaden i andelar mätt i emissionsbelopp respektive i antalet

Figur 5. Kreditbetyg på svenska icke-finansiella emissioner



Anmärkning: I panel C är emissionerna angivna i antal obligationer. Källa: OECD Capital Market Series dataset, Thomson Reuters Datastream.

Figur 6. Andelen företagsobligationer utan kreditbetyg av totala icke-finansiella emissioner, 2000-2022



Anmärkning: Avser obligationer som inte är värderade av S&P, Moody's eller Fitch. Källa: OECD Capital Market Series dataset, Thomson Reuters Datastream.

18. Wollert (2020), *Swedish Corporate bonds during the coronavirus pandemic*, Sveriges Riksbank Staff memo.

obligationer beror på att företagen som genomför de större emissionerna vanligtvis riktar sig till en bredare, ofta internationell investerarbas som endast investerar i investment grade-obligationer.[19]

Löptid och återbetalningsprofil på utestående obligationer

En annan viktig trend beträffande risknivån på obligationsmarknaden gäller löptiden och återbetalningsprofilen. Bortsett från en topp under 2015 har den värdeviktade genomsnittliga löptiden för svenska icke-finansiella företagsobligationer fluktuerat mellan cirka 6 och 10 år sedan 2000, utan någon urskiljbar strukturell trend vare sig uppåt eller nedåt.[20] Sedan 2018 har dock löptiderna förlängts något och når 8,4 år 2021. Detta är något lägre än den globala siffran på 9,4 år. Sedan 2010 har svenska investment grade-obligationer i genomsnitt haft 2,7 år längre löptider än non-investment grade-obligationer (exklusive 2015), vilket är kortare än det globala snittet under samma period (4,2 år) (figur 7, panel A). Eftersom förhållandet mellan den genomsnittliga löptiden för investment grade- och icke-investment grade-obligationer i Sverige ligger i linje med globala förhållanden, betyder detta att svenska obligationer i genomsnitt har kortare löptider.

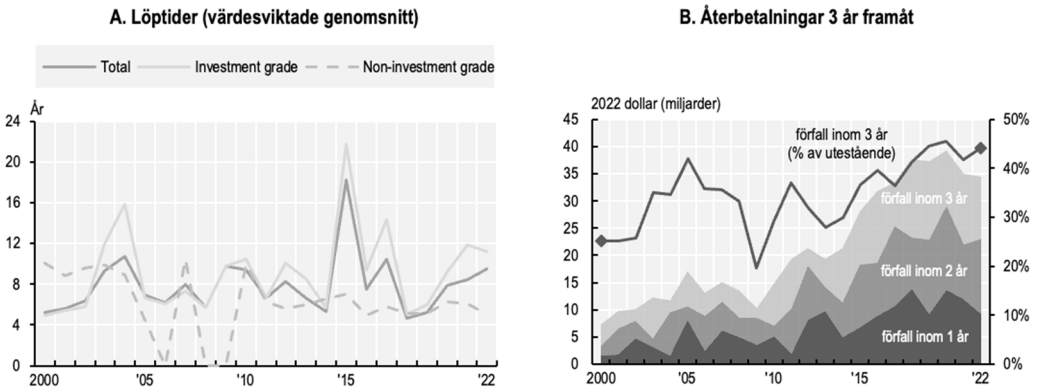
När företag har stora skuldbelopp som förfaller till betalning inom en kort tidsperiod exponeras de för refinansieringsrisker, särskilt om detta sammanfaller med stramare ekonomiska tider i allmänhet. Återbetalningsprofilen är således givet den nuvarande räntepolitiken (2023) särskilt intressant. Om en stor andel av de totala utestående obligationerna på en marknad förfaller till betalning under en relativt kort tidsperiod som sammanfaller med att tillgången till lånefinansiering generellt minskat (t.ex. en lågkonjunktur) kan detta leda till en systemrisk för marknaden som kan förstärka en allmänt nedåtgående ekonomisk trend och påverka den reala ekonomin. Panel B i figur 7 illustrerar den skuld som förfaller inom de kommande tre åren på den svenska marknaden och dess andel av den totala utestående skulden. Beloppet som förfaller inom de närmaste tre åren har ökat betydligt efter finanskrisen 2008 och mer än fördubblats sedan 2009, och var vid utgången av år 2022 44 procent (av utestående obligationer). Givet att det rådande ränteläget ser ut att fortsätta stramas åt kommer många av dessa skulder att behöva refinansieras under mindre förmånliga förhållanden än de togs upp. Det gäller särskilt non-investment grade-obligationer, som, som framgår av panel A i figur 7, framför allt är de med kortare löptid.

Valutasammansättning och noteringsplats

Många företag är verksamma internationellt och har intäkter i flera olika valutor, vilket gör att lån (oavsett form) i utländsk valuta är ett användbart verktyg för att matcha betalningar och intäkter och minska exponeringen för valutakursrisker. Det kan också vara en strategi för att få lägre finansieringskostnader, vilket kan illustreras med hur amerikanska företag under 2015 och 2017, när räntorna i Förenta staterna och euroområdet skiljde sig åt då Federal Reserve började strama åt penningpolitiken medan ECB behöll en expansiv hållning, emitterade rekordhöga nivåer av obligationer i

19. Se t.ex. Chen, Lookman, Schürhoff & Seppi (2014), *Rating-based Investment Practices and Bond Market Segmentation*, The Review of Asset Pricing Studies, 4(2), s. 162–205.
20. Den stora ökningen under 2015 beror på en rad stora emissioner som förfaller 2077 och 2078 av det statligt ägda kraftbolaget Vattenfall.

Figur 7. Löptids- och återbetalningsprofil för svenska icke-finansiella emissioner



Anmärkning: Inkluderar obligationer utan kreditbetyg. Källa: OECD Capital Market Series dataset, Thomson Reuters Datastream.

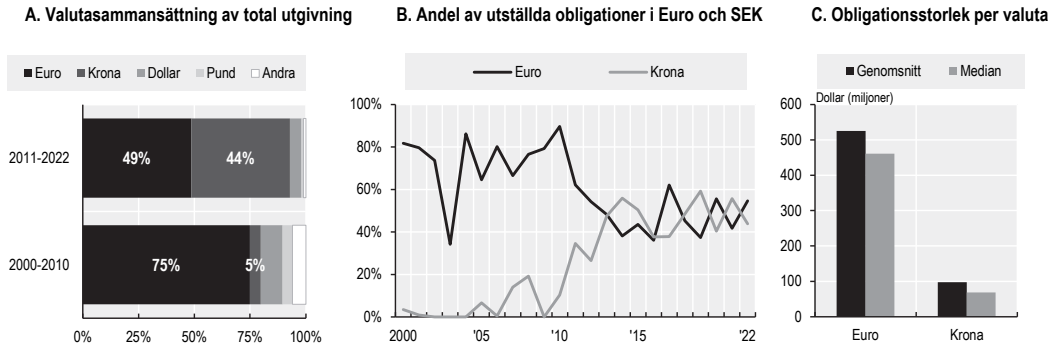
euro (8 procent av den totala emissionen under perioden).[21]

Mellan 2000 och 2021 emitterades 57 procent av alla icke-finansiella svenska företagsobligationer i euro. 31 procent emitterades i svenska kronor (övrig valuta var i huvudsak dollar). De svenska obligationernas valutasammansättning har dock förändrats avsevärt under det senaste decenniet (figur 8, panel A). Fram till 2010 var emissionerna i kronor försumbara och marknaden dominerades av obligationer i euro.[22] I takt med att marknaden växte och blev tillgänglig för ett större antal företag runt 2010 ökade dock andelen obligationer i inhemsk valuta kraftigt. Mellan 2010 och 2022 uppgick andelen obligationer i svenska kronor av den totala emissionen till i genomsnitt cirka 42 procent, jämfört med 4 procent under perioden 2000–2009. År 2021 var andelen 56 procent och år 2022 var den 44 procent (figur 8, panel B). Panel C visar genomsnittlig och medianstorlek på obligationer som emitterats i de två olika valutorna, vilket tydligt illustrerar hur obligationer (och emittenter) som emitterats till de internationella marknaderna (uttryckt i euro) och de inhemska marknaderna (i svenska kronor) skiljer sig åt till sin karaktär. Den genomsnittliga storleken på svenska företagsobligationer emitterade i euro mellan 2000 och 2022 var 526 miljoner dollar, mer än fem gånger större än beloppet i svenska kronor, som var 98 miljoner dollar (median var 461 resp. 69 miljoner dollar). Med detta i åtanke är den ökande andelen emissioner i kronor som visas i panel B en tydlig indikation på den svenska obligationsmarknadens ökande tillgänglighet för mindre inhemska företag.

Panel A i figur 9 nedan visar andelen emissioner i inhemsk valuta under perioden 2010–2022 med en internationell jämförelse. Den ökning av emissioner i inhemsk valuta i Sverige som visas i figur 8 nedan är tydligt synlig. Föga förvånande (med tanke på deras globalt dominerande valutor och den betydande storleken på deras inre marknader) finansierar sig företag i Förenta staterna (95 procent år 2022) och EU (79 procent) huvudsakligen genom inhemsk valuta (dollar eller euro). År 2021 emitterades 56 procent av svenska företagsobligationer i belopp räknat i kronor, vilket

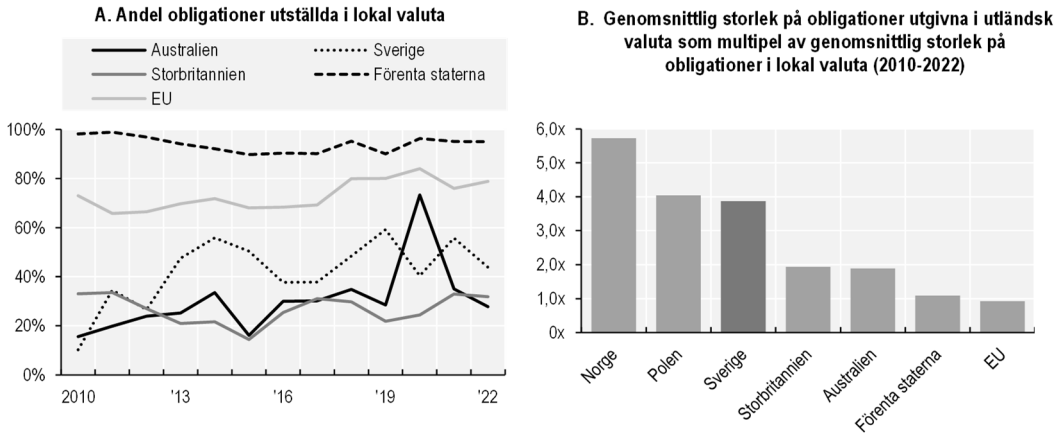
21. Çelik, Demirtaş & Isaksson (2019), *Corporate Bond Markets in a Time of Unconventional Monetary Policy*, OECD Capital Market Series.
22. Med undantag för 2007 och 2008. Ett antal stora obligationer i inhemsk valuta emitterades 2007 och 2008, främst av Scania och Vattenfall.

Figur 8. Valutasammansättning



Anmärkning: Panelerna A och B visar båda andelar av de totala emitterade beloppen. Källa: OECD Capital Market Series dataset, Thomson Reuters Datastream.

Figur 9. Emissioner i utländsk och inhemsk valuta i olika regioner



Anmärkning: Utländska emissioner inom EU kan till exempel vara ett EU-land utanför euroområdet som ger ut en obligation i euro. Källa: OECD Capital Market Series dataset, Thomson Reuters Datastream.

är högre än företag i Storbritannien (33 procent) som emitterar betydande belopp i både euro och dollar och Australien (35 procent). Motsvarande andel för 2022 var 44 procent för Sverige, 32 procent för Storbritannien och 28 procent i Australien.

Panel B visar den genomsnittliga emissionen i utländsk valuta (2010-2021) som en multipel av den genomsnittliga emissionen i inhemsk valuta i 6 länder och EU. En högre multipel indikerar en större skillnad mellan de genomsnittliga beloppen i utländsk och inhemsk valuta. Som väntat uppvisar mindre länder (med mindre kapitalmarknader) högre multiplar, vilket tyder på att företag som emitterar på utländska marknader emitterar större belopp jämfört med de som emitterar på den inhemska marknaden. I Sverige är den genomsnittliga obligationen i utländsk valuta 3,8 gånger större än den genomsnittliga obligationen i kronor. I Norge, som har en mindre marknad för icke-finansiella företagsobligationer än Sverige men en uppsättning mycket stora företag (särskilt inom energisektorn), är multipeln så hög som 5,7 gånger.

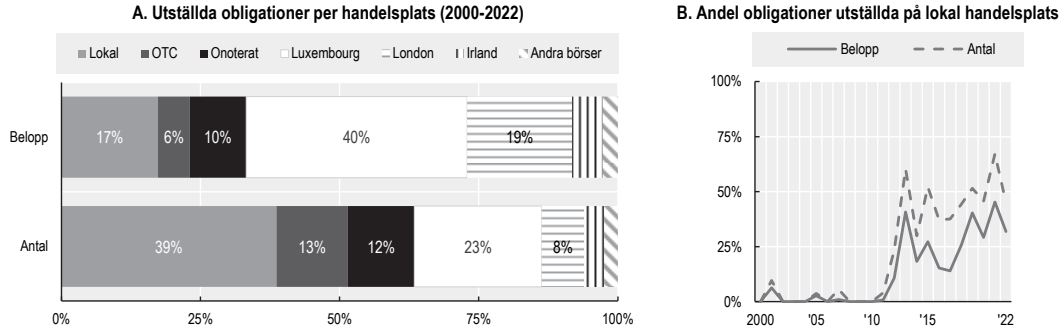
Utvecklingen i fråga om var företagsobligationer noteras för handel liknar utvecklingen i fråga om valutasammansättning. Medan

de internationella börserna dominerar som noteringsplats för svenska obligationer sett till totalt emissionsbelopp mellan 2000 och 2021, är de lokala börserna den enskilt största kategorin sett till antalet emissioner. I synnerhet är Luxemburgbörsen den viktigaste utländska börsen, där 40 procent av alla obligationer som emitterats under de senaste två decennierna sett till belopp har noterats, följt av London (19 procent). Svenska marknadsplatser står för 17 procent sett till emissionsbelopp och en relativt stor andel av obligationerna klassificeras som onoterade. Se figur 10, panel A.

Om man i stället ser till *antalet* emissioner är 39 procent noterade på svenska marknadsplatser (figur 10, panel A). Det bör emellertid noteras att det här finns vissa skillnader mellan investment grade- och non-investment grade-obligationer. Investment grade-obligationer är noterade på Luxemburgbörsen i mycket större utsträckning än non-investment grade-obligationer (i antal från 2000 till 2021, 29 procent respektive 3 procent).

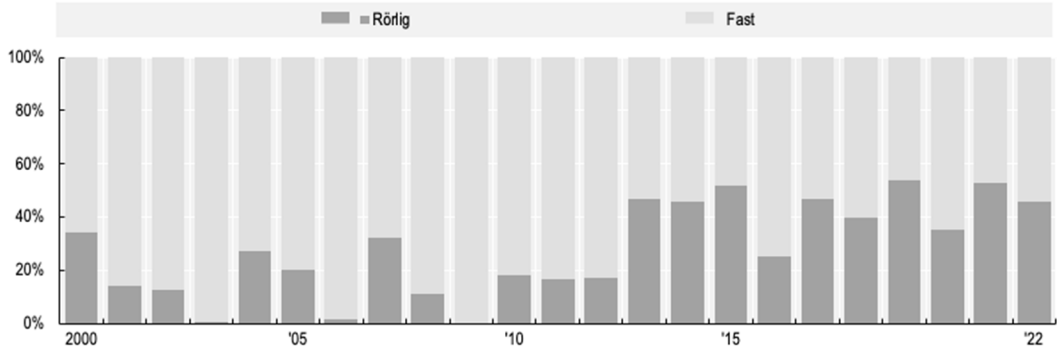
I linje med den ökande förekomsten av obligationer i inhemsk valuta som visas ovan, visar panel B i figur 10 nedan hur andelen

Figur 10. Emissioner per börs



Observera: De marknadsplatser som ingår i den lokala kategorin är: Stockholm/Nasdaq Nordic och Nordic MTF. Källa: OECD Capital Market Series dataset, Thomson Reuters Datastream.

Figur 11. Fördelning mellan obligationer med fast och rörlig ränta över tiden



Anmärkning: Figuren visar andelen obligationer med fast och rörlig ränta i förhållande till det emitterade beloppet.
Källa: OECD Capital Market Series dataset, Thomson Reuters Datastream.

emissioner i kronor ökat över tiden. I likhet med utvecklingen av emissioner i kronor var andelen svensknoterade obligationer i princip noll fram till 2011, varefter den ökade kraftigt och nådde 44 procent år 2021.

Ökad andel obligationer med rörlig ränta

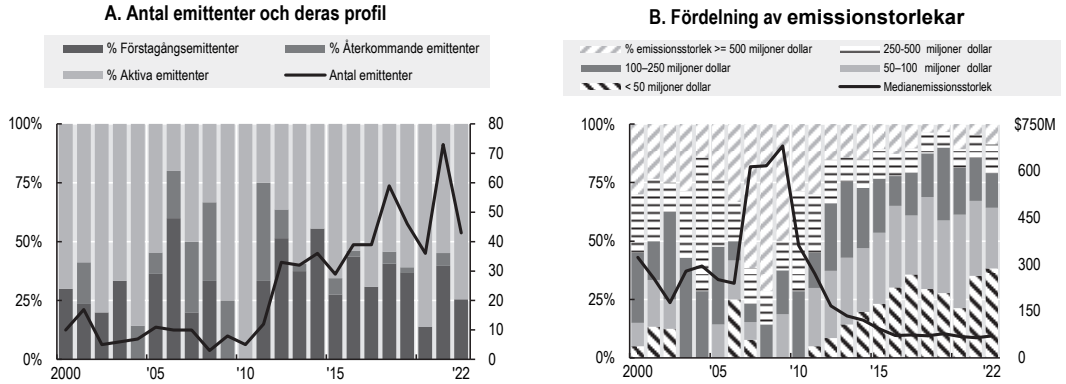
En annan trend med betydelse för marknadens riskprofil gäller andelen obligationer som emitteras med rörlig ränta. Att emittera obligationer med rörlig ränta kan bidra till en ökad investeringsvilja för ett värdepapper, inte minst i en lågräntemiljö, eftersom det ger innehavarna en positiv exponering mot högre räntor om räntorna generellt stiger. Ur bolagets perspektiv ökar dock samtidigt exponeringen för räntehöjningar. Ytterst kan detta också få konsekvenser för den finansiella stabiliteten på obligationsmarknaden i stort, om andelen skulder med rörlig ränta är hög. Om kostnadsnivåerna blir ohållbara för ett tillräckligt stort antal företag kan detta i sin tur leda till omfattande betalningsinställelser och ytterligare tryck på kapitalmarknaderna. Andelen obligationer med rörlig ränta av de totala beloppen som emitterats i Sverige har som synes i figur 11 ökat stadigt under de senaste tio åren. Under perioden 2010 till 2021 steg andelen från 18 till 53 procent.

2.3. Utvecklingen avseende emittentprofiler

Den svenska företagsobligationsmarknaden har också utvecklats väsentligt på emittentnivå. Figur 12 nedan ger en översikt över sammansättningen av emittenter på den svenska obligationsmarknaden under de senaste tjugo åren. I panel A delas emittenterna in i tre grupper utifrån historik på obligationsmarknaderna: *förstagångsemittenter* är emittenter som aldrig tidigare har emitterat en obligation, *återkommande emittenter* har tidigare emitterat obligationer, men för mer än fem år sedan, och *aktiva emittenter* har emitterat minst en obligation under de senaste fem åren. Återigen syns en tydlig förändring efter finanskrisen år 2008, och i synnerhet efter år 2010. Mellan åren 2000 och 2010 var den genomsnittliga andelen aktiva emittenter 63 procent, och 23 procent var förstagångsemittenter. *Det genomsnittliga antalet emittenter per år var åtta*. I skarp kontrast hade andelen förstagångsemittenter vuxit till i genomsnitt 37 procent mellan åren 2011 och 2021, *med ett genomsnitt på 39 emittenter per år*. År 2020 när covid-19-pandemin bröt ut minskade antalet emittenter kraftigt och marknaden dominerades av kategorin aktiva emittenter, och detsamma gäller år 2022 efter räntehöjningarna, vilket antyder att den svenska obligationsmarknaden i kristider inte är en motståndskraftig finansieringskälla för många företag (se vidare diskussion nedan). År 2021 var dock det år under mätperioden med det största antalet emittenter, då hela 73 företag emitterade obligationer.

Panel B visar motsvarande förändring i fördelningen av emissionsstorlekar. På motsvarande sätt dominerades marknaden fram till 2009 tydligt av stora emittenter. Emissioner på över 500 miljoner dollar utgjorde en tredjedel av emissionerna mellan åren 2000 och 2010 (år 2007 hela 62 procent). Emissioner till ett värde om under 100 miljoner dollar utgjorde i genomsnitt inte mer än 9 procent under denna period. De stora emittenternas dominans var särskilt tydlig under finanskrisen 2008 då endast mycket stora svenska företag hade tillgång till marknaden. Medianemissionsstorleken minskade kraftigt efter 2010 och uppgick till 65 miljoner dollar 2021, vilket är en minskning med mer än 90 procent jämfört med ungefär tio år tidigare. Samma år utgjorde emissioner under 100 miljoner dollar 67 procent av den totala emissionen, medan den största kategorin (över 500 miljoner dollar) endast utgjorde fem procent. Denna utveckling visar tydligt på en ökad tillgänglighet och användning av företagsobligationsmarknaderna bland mindre svenska företag.

Figur 12. Egenskaper hos emittenter/emissioner på den svenska marknaden för icke-finansiella företagsobligationer

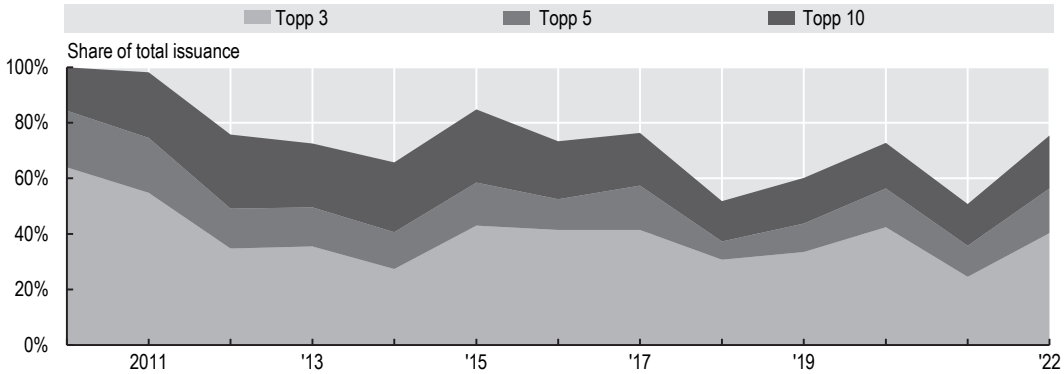


Anmärkning: Ett företag definieras som en förstagångsemittent om dess obligationsemission under ett visst år är dess första emission sedan januari 1980. En »återkommande emittent« är ett företag som gjorde sin senaste obligationsemission för mer än fem år sedan. Om företaget har emitterat obligationer under minst ett av de senaste fem åren definieras det som en »aktiv emittent«. Källa: OECD Capital Market Series dataset, Thomson Reuters Datastream.

Ökningen av det totala antalet emittenter och den allmänna breddningen av marknaden återspeglas också i koncentrationen av emittenter. I figur 13 nedan visas de tre, fem och tio största emittenternas andel av årliga emissioner under perioden 2010–2022. De tio största emittenternas andel har sjunkit kraftigt fram till 2021, från 76 procent år 2012 till 51 procent år 2021, och de tre största emittenternas andel har sjunkit från 35 procent till 25 procent under samma period. Det kan särskilt noteras att år 2020, när covid-19-krisen slog till, ökade de tio största emittenternas marknadsandel till 73 procent, vilket liknar de nivåer som sågs 2012, och liknande utveckling kan noteras igen år 2022. Detta är en följd av de minskningar av antalet mindre emittenter som visats i figur 12, och visar igen hur tillgången till marknaden för mindre emittenter påtagligt reduceras i ekonomiska kristider. Den svenska marknadens utveckling över tid skiljer sig på denna punkt också från jämförbara marknader. Panel B i figur 2 ovan visar hur antalet emittenter och medianemissionsstorleken har förändrats mellan perioden 2010–2015 och 2016–2022 (medelvärden för båda perioderna). En rörelse uppåt indikerar en ökning av antalet emittenter, medan en rörelse till vänster indikerar en minskning av medianemissionsstorleken. Sverige har framför allt rört sig uppåt till vänster och nästan fördubblat antalet unika emittenter, samtidigt som medianemissionsstorleken minskat med mer än 60 procent. Som nämnts visar detta hur marknaden har expanderat till att omfatta ett större antal mindre företag. Faktum är att Sverige år 2021 hade ungefär 1,5 gånger så många emittenter som den (sett till marknadsvärde mycket större) nederländska marknaden. Norge har följt en liknande utveckling. I Nederländerna har däremot både antalet emittenter och medianemissionsstorleken ökat. De danska och finska marknaderna förblir begränsade i storlek, med högst 8 respektive 13 emittenter år 2021.

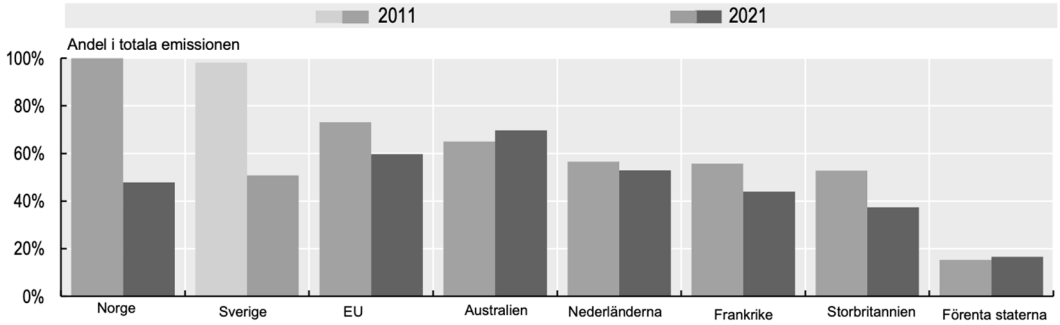
I figur 14 nedan ges en internationell jämförelse av hur de tio största emittenternas andel av den totala emissionsvolymen förändrades under decenniet från 2011 till 2021. Koncentrationen minskade i sex av de åtta länder/regioner som visas nedan, med i genomsnitt 29 procent. Koncentrationen ökade marginellt i Förenta staterna (även om den var

Figur 13. De största emittenternas andel av den totala emissionen



Anmärkning: Grafen börjar från 2011 eftersom det genomsnittliga antalet årliga emittenter före detta år inte var mer än 8. Under perioden 2011-2021 var det årliga genomsnittet 39 och nådde 73 år 2021.
Källa: OECD Capital Market Series dataset, Thomson Reuters Datastream.

Figur 14. De tio största emittenternas andel av den totala emissionen



Anmärkning: här används åren 2011 och 2021 som jämförelseår istället för 2012–2022, då de senare åren, på grund av marknadsförhållandena är svårjämförda. Som visats ovan har dock koncentrationen över tid tydligt gått ner. Källa: OECD Capital Market Series dataset, Thomson Reuters Datastream.

mycket lägre än i andra länder) och i Australien. I Sverige var minskningen hela 48 procent, vilket visar hur mycket marknaden har breddats under det senaste decenniet. Sverige har gått från att 2011 ha haft den näst mest koncentrerade marknaden bland de jämförda länderna till den fjärde minst koncentrerade, efter Förenta staterna, Storbritannien och Frankrike.

2.4. Utvecklingen avseende investerarprofiler

Utländska investerare är de största ägarna av svenska icke-finansiella företagsobligationer, och ägde Q3 år 2022 cirka 60 procent av det totala beloppet av de utestående obligationerna. Denna andel har varit ganska stabil sedan 2003, då den ökade från de lägre nivåerna under 2000–2002.

Sammansättningen av det inhemska ägandet har dock förändrats. En viktig utveckling är att investeringsfonderna har vuxit som investerargrupp sedan år 2012. År 2011 ägde investeringsfonderna omkring två procent av de totala utestående obligationerna (sett till värde), vilket ökade till 14 procent 2022 (figur 15, panel A). Om man bara räknar inrikes

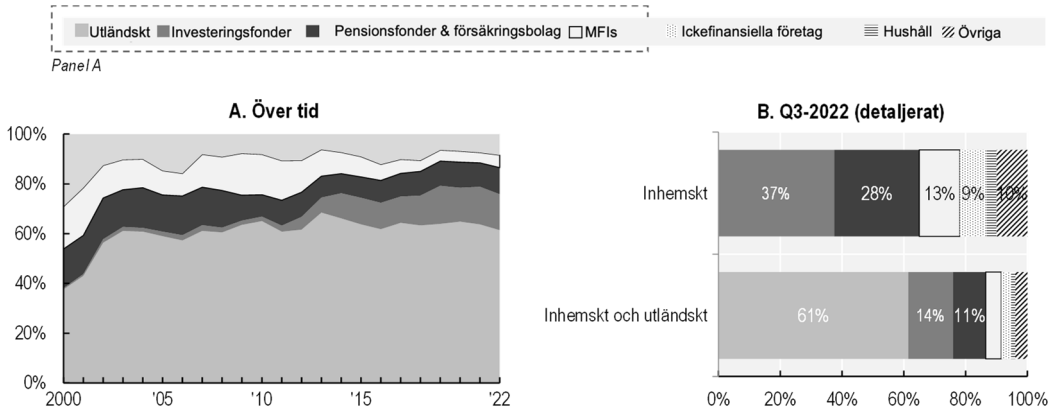
ägande står de för 37 procent, jämfört med sex procent 2011 (figur 15, panel B). Av tillgänglig data framgår inte sammansättningen inom kategorin utländska investerare. Det är dock troligt att den omfattar en betydande mängd investeringsfonder, inklusive, indirekt, svenska. Det är också anmärkningsvärt att andelen utländskt ägande minskade ganska kraftigt under 2020, från 65 procent i slutet av 2019 till 60 procent under 2020 (vilket motsvarar ett nettoutflöde på över 38 miljarder kronor).

Monetära finansinstitut (t.ex. banker, penningmarknadsfonder och andra kreditinstitut) står idag för 13 procent av det inhemska ägandet, att jämföra med 46 procent 2009. Detta är en betydelsefull utveckling och återspeglar troligen utvecklingen av regelverken, särskilt för banker, efter finanskrisen 2008, som gjorde bankerna mindre villiga att inneha företagsobligationer.[23] Icke-finansiella företag står för nio procent av det inhemska ägandet av icke-finansiella obligationer. Även om det direkta deltagandet av privatpersoner (hushåll) på obligationsmarknaderna är mycket lågt, är privatinvesterare fortfarande exponerade för marknaden genom investeringsfonder och pensionsfonder, där icke-professionella investerare enligt uppgift och erfarenhet är betydande ägare.[24]

2.5. Kovenanternas utveckling

Kovenanter är begränsningar som ställs på en emittent och som fastställs i obligationsavtalet vid emissionstillfället. De är borgenärernas (obligationsinnehavarnas) viktigaste verktyg för kontroll över gäldenären (emittenten) och syftar till att säkerställa att emittenterna inte ägnar sig åt verksamhet eller vidtar åtgärder som skulle minska borgenärernas fordringar eller minska sannolikheten för att de ska få betalt enligt sina fordringar. Man skiljer generellt på s.k. *maintenance*-kovenanter och *incurrence*-kovenanter. De klausuler som beskrivs som maintenance-kovenanter fordrar att emittenten upprätthåller ett visst nyckeltal, t.ex. ett visst minsta förhållande mellan nettoskuld och

Figur 15. Ägarstruktur för utestående svenska icke-finansiella obligationer



Anmärkning: I panel B omfattar kategorin »Övriga« följande: den svenska centralbanken, offentlig förvaltning, hushåll och andra finansiella intermediärer (ursprunglig klassificering i rådata). I panel A omfattar kategorin »Övriga« alla dessa plus de som visas i panel B men inte i panel A (icke-finansiella företag och hushåll). Uppgifterna avser endast företagsobligationer. Alla värden gäller vid årets slut.
Källa: Finansräkenskaper från Statistiska centralbyrån (SCB).

23. FSB (2021), *The behaviour of dealers in corporate bond markets in March 2020*.

24. Här saknas emellertid data.

EBITDA (ofta 5:1). Upprätthållandet av kraven i emittentens maintenance-kovenanter kontrolleras regelbundet, ofta en gång per kvartal, och ett kovenantsbrott resulterar, oavsett skälen, i s.k. »technical default« eller teknisk betalninginställelse.[25] En incurrence-kovenant erbjuder mindre skydd för obligationsinnehavarna, och prövas bara om emittenten vidtar en viss handling. Ett exempel är att emittenten vill ta ytterligare kredit, och då måste säkra att nettoskulden *genom denna handling* inte överskrider fem gånger EBITDA. Därmed blir en maintenance-kovenant mer obligationsinnehavarvänlig än en incurrence-kovenant.

En tidigare analys av OECD har visat en tydlig minskning av kovenantskyddet i Förenta staterna, särskilt beträffande non-investment grade-obligationer och obligationer med lägre kreditkvalité.[26] Trenden synes vara densamma i Sverige. Figur 16 visar hur förekomsten av vissa kovenanter i svenska obligationsavtal har förändrats mellan 2011 och 2021.[27]

25. Till skillnad från betalningsinställelse, som inträffar när en emittent inte gör sina ränte- och amorteringsbetalningar i enlighet med avtalsöverenskommelsen.
26. OECD (2021), *The Future of Corporate Governance in Capital Markets Following the COVID19 Crisis*, Paris.
27. Uppgifter om kovenanter har samlats in från Thomson Reuters Eikon, som genom »flaggor« visar om ett visst instrument har en viss typ av kovenant eller inte. Nedanstående flaggor samlades in för alla tillgängliga svenska obligationer. Deras beskrivningar, som tillhandahålls av Thomson Reuters Eikon, är följande (här på originalspråk, engelska):

    Collective Action Clauses flag: A yes/no (y/n) flag indicating whether the bond includes Collective Action Clauses (examples: LATAM global issues or Model CAC introduced on 1 January 2013 for all Eurozone Government bond issuance). A collective action clause allows a supermajority of bondholders to agree to a debt restructuring that is legally binding on all holders of the bond, including those who vote against the restructuring.

    Force Majeure flag: A y/n flag indicating if the offering document of the debt instrument contains events that constitute 'events of defaults'. Force majeure events are usually defined as certain acts, events or circumstances beyond the control of the parties, for example, natural disasters or the outbreak of hostilities. A force majeure clause typically excuses one or both parties from performance of the contract in some way following the occurrence of such events. Its underlying principle is that on the occurrence of certain events which are outside a party's control, that party is excused from, or entitled to suspend performance of all or part of its obligations. That party will not be liable for its failure to perform the obligations, in accordance with the clause.

    Negative Pledge flag: A y/n flag indicating that the issuer would not issue another bond of the same type in the future that would have a higher priority in case the issuer defaults.

    Sale Leaseback flag: A y/n flag where a 'y' means the issuer may not, and may not permit any (restricted) subsidiary to, enter into any sale and leaseback transaction, subject to exceptions.

    Change of Control Put flag: A y/n flag indicating whether there is a provision in the indenture or agreement that allows investors to put the asset, if there are specified changes in ownership control of the entity responsible for the servicing of the debt.

    Pari Passu flag: A y/n flag indicating that a debt instrument carries the same degree of ranking without any preference among other debt securities with similar ranking.

    Merger flag: A y/n flag indicating where 'y' would mean that the issuer may not consolidate or merge with or wind up into, or sell, assign, transfer, lease, convey or otherwise dispose of all or substantially all of its properties or assets in one or more related transactions, to any person or entities.

    Default Events flag: A y/n flag indicating if the parties are freed from their obligations in the event of an act of God (flooding, hurricanes, etc.). For example, if the Issuer loses all of their assets in an earthquake rendering them unable to pay back investors.

    Sale of Assets flag: A y/n flag indicating if the issuer is prohibited from sale of assets which would cause the issuer to cease to exist or

Även om tillgängliga uppgifter avseende kovenanter är tämligen svårtillgängliga för svenska obligationer, är vissa tendenser ändå synliga. Förekomsten av s.k. »negative pledge«, klausuler som är avsedda att hindra emittenten från att genom pantförbindelser försämra obligationsinnehavarens förmånsrättsliga ställning genom att exempelvis ta ut nya lån mot ställande av säkerhet, har minskat markant.[28] Däremot har det blivit mycket vanligare med kovenanter avseende »change of control«, enligt vilka en väsentlig förändring i företagets ägarförhållanden (definitionerna kan variera) skulle utlösa en skyldighet att återbetala den utestående skulden. Detsamma gäller för *pari passu*-klausuler, som garanterar att befintliga fordringsägare omfattas av eventuella ytterligare garantier som emittenten erbjuder fordringsägarna vid framtida upplåning. Det bör dock noteras att det finns betydande skillnader i förekomsten av olika villkor både i hur de är utformade samt i förekomsten från år till år, vilket gör det svårt att fastställa trender. I samtal med marknadsaktörer, och särskilt investerare, har många lyft fram bristen på standardiserade obligationsvillkor som en särskild utmaning på den svenska marknaden för företagsobligationer, vilket möjligen återspeglas i dessa skillnader.[29]

2.6. Investmentbankerna och agenterna

Investmentbankerna är viktiga aktörer på marknaderna för företagsobligationer och tillhandahåller underwriting och rådgivningstjänster. Som en allmän trend har marknadskoncentrationen av investmentbanker i Sverige minskat något under de senaste tio åren, även om utvecklingen har varit ojämn. År 2010 hade de fem största bankerna en marknadsandel på 73 procent, vilken hade sjunkit till 53 procent år 2021 (figur 17, panel A).

which could reduce the creditworthiness of the issuer.

Keepwell Agreement flag: A y/n flag indicating if the instrument is backed by a keep-well agreement between the issuer and another entity, most often the parent of the issuer. A keep-well agreement is not an explicit guarantee, but benefits from the agreement provider in case of insolvency of the issuer.

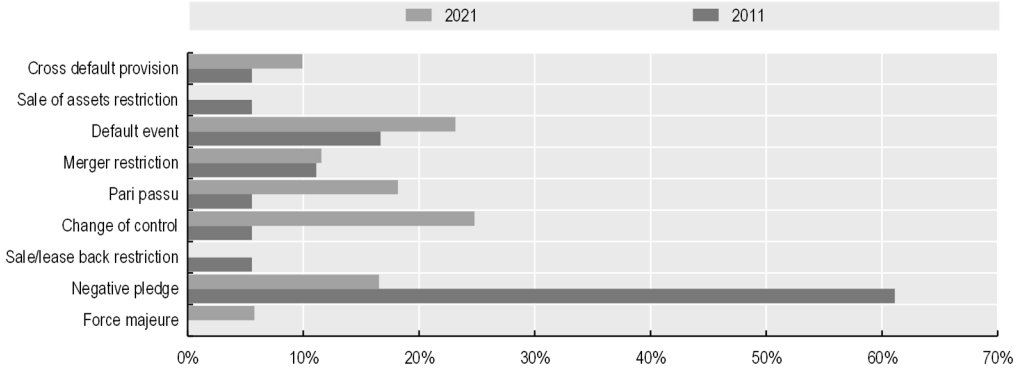
Cross Default flag: A y/n flag indicating if the issuer or guarantor or parent defaults on any of its debt instruments and the default continues beyond the grace period, then such event shall constitute a default on all of its debt instruments, which have equal priority of payment.

Debt Incurrence Limitation flag: A y/n flag where 'y' means the issuer will not, and will not permit any of its (restricted) subsidiaries to incur any indebtedness except permitted indebtedness, if any.

28. Det bör noteras att en negative pledge-klausul i svenska obligationsvillkor vanligen endast omfattar lån via marknaden, och således inte ställande av säkerhet för banklån. I kombination med användandet av generalpanter innebär detta att en negative pledge-klausul utformad på detta sätt i praktiken kan betraktas som efterställd.

29. Inför arbetet med denna artikel och OECD-studien (OECD (2022), *The Swedish Corporate Bond Market and Bondholder Rights*, OECD Publishing) genomfördes ett fyrtiotal intervjuer med representanter från finansiella institut, rådgivare, intermediärer, marknadsplatser, investerare, banker, emittenter och andra aktörer verksamma på marknaden. Det rådde *i princip* samsyn i dessa om att bristen på standardisering avseende villkoren i svenska företagsobligationer var ett problem. Vissa pekade dock på Svensk värdepappersmarknads standardvillkor (SSMA Standard Terms and Conditions for Bonds – v. 4.0 April 2022, nedan »mallvillkoren«) i sammanhanget, som används flitigt. Andra påpekade i relation till dessa att de dock mycket sällan används utan modifiering, och att modifieringarna både kan vara väsentliga och svåra att identifiera.

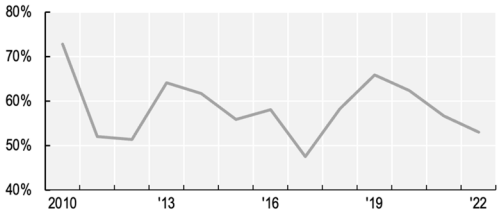
Figur 16. Förekomst av olika kovenanter i svenska obligationsavtal



Anmärkning: Baserat på 861 obligationer emitterade av svenska icke-finansiella företag mellan 2000 och 2021 med tillgängliga kovenanter. 2022 används ej som jämförelseår på grund av databegränsningar. Endast kovenanter som ingår i minst ett obligationsavtal visas. Se fotnot 27 för definition av respektive kovenant. Källa: OECD Capital Market Series dataset, Thomson Reuters Datastream.

Figur 17. Investmentbankernas utveckling

A. Marknadsandel för topp 5 banker över tid



B. Topp 5 banker 2022

Bank	Markn. andel
Nordea	14%
Danske Bank	13%
SEB	12%
Handelsbanken Capital Markets	9%
BNP Paribas	5%
Topp 5 marknadsandel	**53%**

Anmärkning: Rankning baserad på bruttointäkter. Panel A visar andelen av de fem största bankerna under ett visst år. Sammansättningen av de fem största bankerna varierar dock över tiden. Källa: Refinitiv.

När en obligation utfärdas utses normalt en oberoende förvaltare som övervakar genomförandet av obligationsavtalet (agent). Rättsligt är det emittenten som utser agenten, men i praktiken görs detta oftast av den arrangerande banken. Agentens roll är i korthet att agera ombud för obligationsinnehavarna och ta tillvara deras intressen som investerarkollektiv, främst genom att se till att obligationsvillkoren följs av emittenten och inte minst att identifiera kovenantsbrott. Agenten har genom obligationsvillkoren en fullmakt att företräda obligationsinnehavarkollektivet gentemot emittenten, exempelvis vid ändringar av obligationsvillkor. Därtill har agenten en administrativ roll i att hantera kommunikation mellan emittenten och obligationsinnehavarna och på vissa marknader att hantera betalningar (dock inte den svenska, där detta sköts av Euroclear).

I över 95 procent av alla svenska non-investment grade-obligationer är det Nordic Trustee som har uppdraget som agent.[30] En

30. Uppgift tillhandahållen av Nordic Trustee i april 2022. Den andra större aktören på marknaden för agenttjänster i Sverige är Inter-Trust.

separat agent utses dock vanligtvis inte för investment grade-obligationer i Sverige, och beträffande dessa synes marknadspraxis vara att den arrangerande banken istället fullgör agentuppdraget.

2.7. Likviditet på andrahandsmarknaden

En likvid andrahandsmarknad för företagsobligationer säkerställer att prissättningsmekanismen fungerar korrekt,[31] samt att obligationsinnehavare kan avyttra sina investeringar före förfallodagen när deras omständigheter förändras, och har således betydelse även för primärmarknaden.[32] Att åstadkomma ökad likviditet på den svenska företagsobligationsmarknaden har varit ett viktigt fokus för Finansinspektionen.[33]

Innan likviditeten på den svenska marknaden alls diskuteras bör det först och främst betonas att obligationsmarknader till sin natur skiljer sig från aktiemarknaderna i ett antal avseenden. För det första sker handeln med företagsobligationer i Sverige »over the counter« (OTC),[34] och det saknas idag system för elektronisk handel på andrahandsmarknaden med företagsobligationer hos de svenska marknadsplatserna. Detta bidrar också till en lägre transparens, vilket i sin tur kan antas bidra till sämre likviditet.[35] På aktiemarknaden är förhållandena i handeln de rakt motsatta. För det andra är likviditeten i allmänhet betydligt lägre på obligationsmarknaderna än på aktiemarknaderna. Handeln är koncentrerad under de första dagarna efter det att en obligation har emitterats och minskar sedan avsevärt: uppgifter från den amerikanska marknaden tyder på att handeln är mest koncentrerad under de första 90 dagarna efter emissionen.[36] Den stora majoriteten av utestående obligationer är inte föremål för handel en given dag. Även i Förenta staterna, där obligationsmarknaderna är stora och relativt likvida, och

31. Kopplingen mellan likviditet och prissättningsmekanismen (*price discovery*) är väletablerad, se t.ex. Admati & Pfleiderer (1988), *A theory of intraday patterns: Volume and price variability*, Review of Financial Studies 1(1) s. 3–40; Stickel & Verrecchia (1994), *Evidence that trading volume sustain stock price changes*, Financial Analysts Journal 50(6) s. 57–67; Hasbrouck (1995), *One security, many markets: Determining the contributions to price discovery*, The Journal of Finance 50(4) s. 1175–1199; Pascual, Pascual-Fuster & Climent (2006), *Cross-listing, price discovery and the informativeness of the trading process*, Journal of Financial Markets (9), s. 114–161. Kopplingen går också i båda riktningar: en likvid och djup marknad innebär förstås att prissättningen blir mer korrekt, men en korrekt prissättning gör också att likviditeten ökar eftersom köp- och säljordrar lättare matchas.
32. Se t.ex. Goldstein, Hotchkiss & Pedersen (2019), *Secondary Market Liquidity and Primary Market Pricing of Corporate Bonds*, Journal of Risk and Financial Management 12(2) s. 86: »This paper studies the link between secondary market liquidity for a corporate bond and the bond's yield spread at issuance. Using ex-ante measures of expected liquidity at the time of issuance, based on the characteristics of the underwriting syndicate, we find an economically large impact of liquidity on yield spreads. We estimate that a 10% increase in expected liquidity implies a decrease in the yield spread at issuance of between 8% and 14%. Our results suggest that liquidity has an important effect on firms' cost of capital, and they contribute to the literature which examines the impact of liquidity on asset prices.«
33. Se t.ex. de initiativ som vidtagits avseende svenska benchmarkstandarder (https://www.fi.se/sv/publicerat/tal-och-debatt/2022/dags-for-en-svensk-benchmarkstandard-for-foretagsobligationer/) och swing pricing (https://www.fi.se/sv/publicerat/rapporter/rapporter/2021/likviditetsverktyg-i-vardepappersfonder-och-specialfonder/).
34. FSB (2021), *The behaviour of dealers in corporate bond markets in March 2020*.
35. Se avsnitt 4.7 med referenser.
36. Se Mizrach (2015), *Analysis of Corporate Bond Liquidity*, FINRA Office of the Chief Economist, Research Note, tillgänglig på https://www.finra.org/sites/default/files/OCE_researchnote_liquidity_2015_12.pdf.

även för de mest omsatta obligationerna, är antalet affärer per dag begränsat.[37] För de 1 000 mest likvida företagsobligationerna i Förenta staterna handlades endast 1 procent av emissionsbeloppet dagligen under 2015, jämfört med 0,16 procent för de övriga mindre likvida instrumenten.[38]

Till stor del har detta att göra med instrumentets karaktär. För många investerare (t.ex. pensionsfonder) används företagsobligationer för att matcha beräknade framtida kostnader eller utflöden (s.k. liability matching), samtidigt som de erbjuder utsikterna till högre avkastning jämfört med andra räntebärande instrument, t.ex. statsobligationer. Detta är en anledning till att institutionella investerare som försäkringsbolag och pensionsfonder är stora aktörer på marknaderna för räntebärande värdepapper globalt sett. Deras långsiktighet bidrar också till att förklara varför likviditeten är mycket lägre på obligationsmarknaderna än på aktiemarknaderna. De stora investerarkategorierna på företagsobligationsmarknaden tillhandahåller inte likviditet genom att handla löpande, utan »konsumerar« snarare likviditet genom »buy and hold«-strategier, där man köper en obligation vid emission och behåller den i portföljen till förfall.[39]

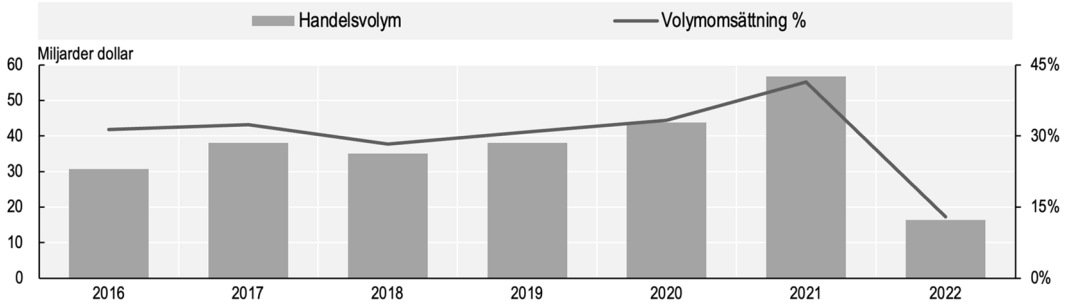
Som framgått av figur 15 och som diskuteras vidare nedan, urskiljer sig den svenska marknaden för företagsobligationer något internationellt sett i fråga om institutionella investerares innehav, eftersom andelen pensionsfonder och försäkringsbolag bland investerarna på marknaden är relativt låg. Den låga likviditeten har emellertid också att göra med handelsmekanismer. Till skillnad från aktier handlas obligationer vanligtvis i stora poster, så kallade »round-lot«-transaktioner på en miljon dollar (obligationshandel under 100 000 dollar kallas ibland för »odd lots«). I Förenta staterna var till exempel den genomsnittliga storleken på obligationshandeln åren 2014 till 2016 1,2 miljoner dollar (en minskning från 2,0 miljoner dollar 2006–2007). Detta kan jämföras med uppskattningsvis 3 000–5 000 dollar för aktier.[40] Till stor del beror detta på att obligationsemissioner riktas till stora institutionella investerare och att handeln bland mindre icke-professionella investerare (retail) är mycket begränsad.

Slutligen domineras handeln på obligationsmarknaden av återförsäljarförmedling genom banker, som därför spelar en viktig roll för att skapa likviditet. Deras innehav har dock inte vuxit i takt med marknaden, vilket åtminstone delvis kan förklaras med strängare kapitaltäckningsregler samt minskad verksamhet som marknadsgaranter. »Riskfri« handel där en bank har både köpare och säljare identifierade innan banken genomför en affär (agency trading) är idag betydligt vanligare än att banken förvärvar obligationerna från säljaren för att därefter identifiera en köpare (principal trading).[41]

Den årliga volymen som handlas på den svenska marknaden har vuxit snabbare än tillväxten på marknaden i stort fram till och med år 2021. Figur 18 nedan ger en översikt över årliga belopp som handlats på den svenska

37. Se Çelik, Demirtaş & Isaksson (2015), *Corporate Bonds, Bondholders and Corporate Governance*, OECD Corporate Governance Working Papers No. 16.
38. Se Mizrach (2015), *Analysis of Corporate Bond Liquidity*, FINRA Office of the Chief Economist, Research Note, tillgänglig på https://www.finra.org/sites/default/files/OCE_researchnote_liquidity_2015_12.pdf.
39. Varefter man i många fall också deltar i refinansieringen.
40. Bessembinder, Spatt & Venkataraman (2020), *A Survey of the Microstructure of Fixed-Income Markets*, Journal of Financial and Quantitative Analysis 55(1), s. 1–45.
41. FSB (2021), *The behaviour of dealers in corporate bond markets in March 2020*.

Figur 18. Volym som omsätts på sekundärmarknaden



Anmärkning: Omsättningsgraden beräknas som den årliga omsatta volymen som andel av det utestående beloppet för företagsobligationer i slutet av året. Källa: Sveriges Riksbank (SELMA Statistics), OECD Capital Market Series dataset.

marknaden och omsättningsgraden.[42] Båda måtten ökade fram till och med 2021. Utvecklingen liknar den i andra europeiska länder. I EES var omsättningsgraden år 2021 46 procent, jämfört med 43 procent i Sverige.[43] Under 2022 minskade dock handeln mycket kraftigt.

I fråga om likviditet innebar pandemiutbrottet år 2020 en form av fallstudie. I det följande presenteras först en beskrivning av och reflektioner avseende hur covid-19-pandemin påverkade den svenska företagsobligationsmarknaden, samt tillsynsmyndigheternas slutsatser om hur likviditetsbristen som pandemin påvisade kan hanteras. Mot bakgrund av åtgärderna som föreslås presenteras också en jämförelse med den israeliska marknaden, som på många sätt skiljer sig från den svenska i fråga om transparens och andra strukturer som kan tänkas bidra till ökad likviditet.

2.7.1. Den svenska företagsobligationsmarknaden under covid-19-pandemin

Covid-19-pandemins utbrott under år 2020 satte stor press på den svenska företagsobligationsmarknaden, och belyser i efterhand några av utmaningarna som marknaden står inför, särskilt i fråga om likviditet.

En välfungerande kapitalmarknad gör det möjligt för företag att få tillgång till finansiering även när riskaversionen ökar och tillgången till annan finansiering minskar, och kan därmed minska konsekvenserna av en allmän lågkonjunktur. Marknaden fungerar *kontracykliskt.* Under år 2009, efter finanskrisen, emitterade icke-finansiella företag, globalt sett, rekordstora volymer av obligationer, och samma sak hände igen under år 2020 efter att pandemin bröt ut. Samma mönster kan observeras på aktiemarknaderna.[44] Denna utveckling visar just att kapitalmarknadsbaserad finansiering, inte minst genom företagsobligationer, genom att fungera kontracykliskt kan väga upp för minskade intäkter och minskad tillgång till bankfinansiering i ekonomiskt oroliga tider. En förutsättning för detta är dock att

42. Mätt som årlig handlad volym som andel av det utestående beloppet i slutet av året. Omsättningsgraden (turnover ratio) som mått på likviditet tar, till skillnad från volymmått, hänsyn till utvecklingen på marknaden i stort och används därför här primärt.
43. ESMA (2021), *EU Securities Markets: ESMA Annual Statistical Report 2021*, tillgänglig på https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-2004_eu_securities_markets_asr_2021.pdf.
44. OECD (2021), *The Future of Corporate Governance in Capital Markets Following the COVID19 Crisis*.

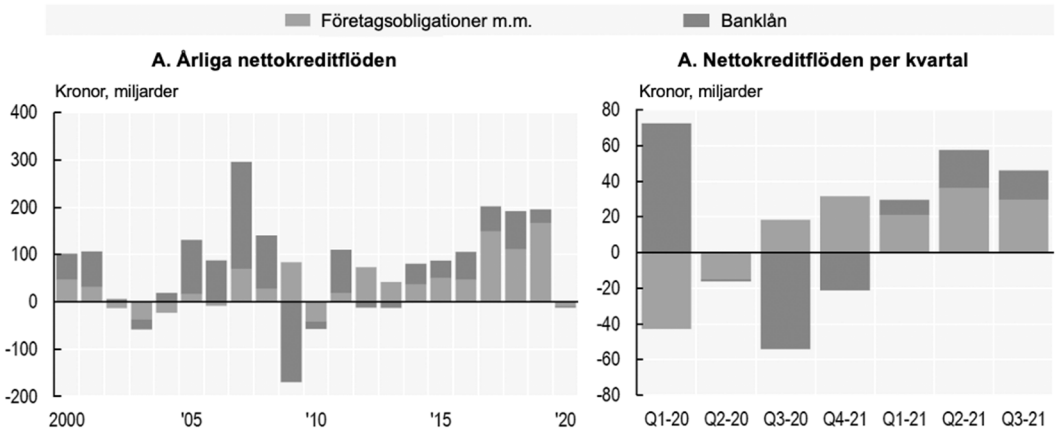
kapitalmarknaderna som utgångspunkt är tillräckligt likvida och djupa.

Den svenska marknaden för företagsobligationer tillhandahöll inte finansiering på samma sätt som andra marknader efter covid-19-utbrottet, vilket i vart fall delvis får antas bero på bristande likviditet. Figur 19 nedan visar nettoflöden till icke-finansiella företag under perioden i Sverige. Panel A illustrerar samma bredare svenska trend som visats ovan, nämligen en viss övergång från bankfinansiering till obligationer 2011. Den ger också en indikation på den pro- eller kontracykliska tillgängligheten hos olika typer av upplåning under kriser. Under 2009, när bankutlåningen minskade kraftigt, ökade faktiskt emissionerna av obligationer och skuldebrev. Marknaden 2009 var dock, som redogjorts för ovan, väsentligt annorlunda än idag. Som nämnts dominerades marknaden under 2010-talet av ett fåtal stora och etablerade emittenter. Även om tillgången till marknaden för sådana företag naturligtvis är viktig, är det inte nödvändigtvis en indikator på i vilken utsträckning en marknad fungerar kontracykliskt mer allmänt. Covid-19-utbrottet är en bättre indikator, eftersom marknaden år 2020 hade expanderat betydligt och inkluderade ett större antal företag.

Panel B nedan visar det kvartalsvisa nettokreditflödet under 2020–2022, och ger en helt annan bild än panel A, där nettoflödet avseende företagsobligationer och andra skuldebrev blev kraftigt negativt under första och andra kvartalet 2020, medan nettoflödet avseende banklån var positivt under första kvartalet och i balans under andra kvartalet.

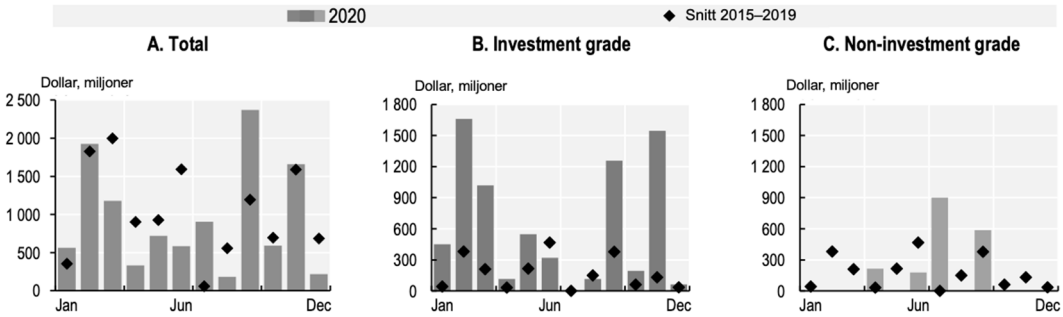
Figur 20 nedan ger en mer detaljerad bild över emissioner på företagsobligationsmarknaden under 2020. Under de första månaderna av pandemin var emissionsvolymen betydligt lägre än femårsgenomsnittet för marknaden som helhet (panel A). Med undantag för juli och september (då Riksbankens inköpsprogram inleddes och emissionerna ökade kraftigt) gällde detta för hela året. I februari och november var siffrorna liknande som tidigare år. Detta står i skarp kontrast till den globala utvecklingen, där den totala emissionsvolymen markant översteg historiska genomsnitt,

Figur 19. Nettokreditflöden till icke-finansiella företag



Källa: Finansräkenskaper från Statistiska centralbyrån (SCB).

Figur 20. Svenska icke-finansiella obligationsemissioner under covid-19-pandemin



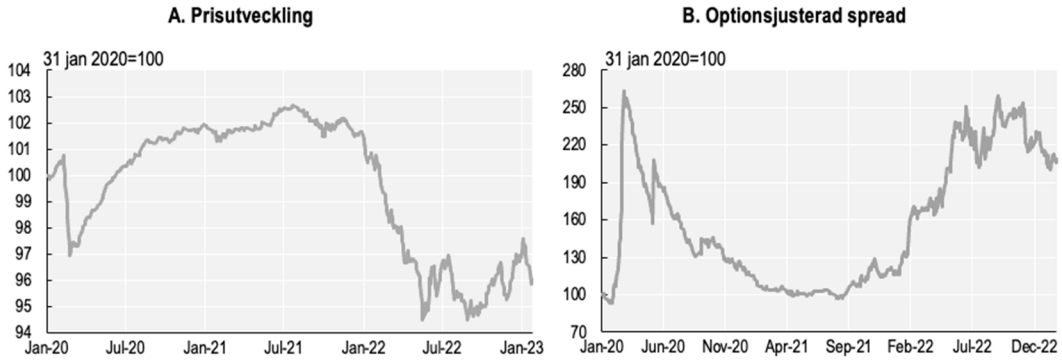
Källa: OECD Capital Market Series dataset, Thomson Reuters Datastream.

särskilt under de avgörande månaderna mars, april, maj och juni.[45] Som panelerna B och C visar skiljde sig dock bilden väsentligt åt om man jämför investment grade- och non-investment grade-segmenten på marknaden. Emissionsvolymerna av investment grade-obligationer var betydligt högre än under tidigare år: särskilt i februari och mars i pandemins tidiga skede och sedan igen i september och november. Emissionsvolymerna av non-investment grade-obligationer var emellertid obefintliga under de första tre månaderna 2020. Volymerna förblev rekordlåga alla månader förutom april, juli och september. Volymerna under dessa månader drevs dock av en handfull exceptionellt stora emissioner från någon enstaka emittent per månad.[46] Under hela 2020 emitterades fem obligationer av svenska företag i kategorin non-investment grade.

Effekterna av pandemin kan observeras ännu tydligare på andrahandsmarknaden. Figur 21 nedan visar hur ett S&P-index av investment grade-obligationer emitterade i SEK utvecklades under 2020.[47] Panel A visar hur indexet föll mycket kraftigt i mars och gradvis återhämtade sig under året (under en tid med betydande finanspolitiskt och monetärt stöd). Panel B visar s.k. *optionsjusterad spread*,[48] som ökade 2,5 gånger från den 31 januari till den 24 mars. Denna utveckling tyder både på en stor utförsäljning och likviditetskris.[49] Vid finansi-

45. OECD (2021), *The Future of Corporate Governance in Capital Markets Following the COVID19 Crisis*.
46. April och september: Verisure; juni: Ellevio (två obligationer); september: Volvo Cars.
47. S&P Sweden 1+ Year Investment Grade Corporate Bond Index. Indexet omfattar obligationer av investment grade (enligt rating från S&P, Moody's eller Fitch) denominerade i SEK med ett minsta utestående nominellt belopp på 250 miljoner SEK och en löptid på mer än ett år.
48. Option-adjusted spread (OAS).
49. Denna dynamik var inte unik för Sverige. S&P 500 Investment Grade Corporate Bond Index (i praktiken Förenta staternas motsvarighet till det index som presenteras nedan) föll ännu djupare och spreadarna ökade mer än för det svenska indexet. Det bör dock för det första beaktas att betydande delar av svenska obligationer saknar kreditbetyg eller har ett kreditbetyg som inte är investment grade, och eftersom indexet inte återspeglar dessa obligationer ger det endast en partiell bild av de starkaste emittenterna på marknaden eller har en rating som inte är investment grade, vilket redogjorts för ovan. Eftersom indexet inte återspeglar dessa obligationer ger det endast en partiell bild av marknaden som sannolikt är snedvriden mot dess starkaste del. För det andra återhämtade sig det amerikanska indexet mycket snabbare (både när det gäller resultat och spread) och

Figur 21. Utvecklingen av S&P Sweden 1+ Year Investment Grade Corporate Bond Index under 2020



Källa: S&P Global.

ell kris tenderar utbud och efterfrågan på kapitalmarknaderna att röra sig från varandra då stora delar av marknaden rusar för att sälja mer riskfyllda tillgångar,[50] vilket bl.a. leder till ökade spreadar. Samma utveckling är tydlig under 2022.

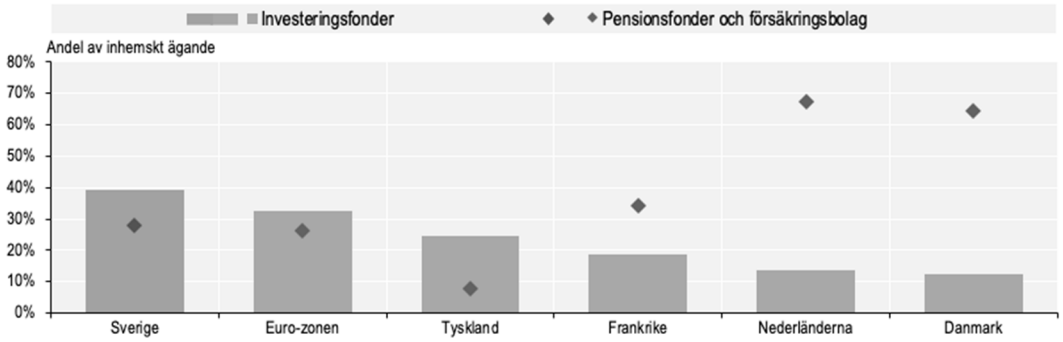
På en motståndskraftig marknad bör dock inte prisbildningsprocessen bryta samman helt och hållet i ett sådant scenario. När så sker är det ett tecken på en helt ensidig marknad där potentiella säljare inte är säkra på att de överhuvudtaget kommer att kunna hitta en köpare för sina investeringar. Dessa tendenser var synliga på de svenska obligationsmarknaderna under 2020 (och i Europa mer generellt), då omkring 30 investeringsfonder, med sammanlagda förvaltade tillgångar motsvarande cirka 120 miljarder kronor, tillfälligt stängde för uttag på grund av bristande information om stängningskurser och handelsvolym.[51] Förutom inhemska investeringsfonder har även utländska investerare avyttrat betydande innehav av svenska företagsobligationer.[52]

Det bör också noteras att likviditetsproblemen under 2020 i viss mån också måste antas bero på ägarstrukturen på den svenska marknaden. Som framgått ovan står investeringsfonder för en anmärkningsvärt stor andel av det inhemska ägandet av företagsobligationer. Dessa fonder är öppna (*open ended*) i den meningen att investerare i fonden i princip erbjuds daglig likviditet i sina fondandelar, medan den underliggande tillgången i fonden (i fallet med obligationsfonder) inte har samma likviditetsnivå. Detta är inte enkom en svensk företeelse: det finns belägg för att andelen icke-likvida tillgångar i obligationsfondernas totala tillgångar i EU har ökat avsevärt över tid,[53] men på grund av investeringsfondernas relativt stora innehav på den svenska marknaden (se figur 15 ovan) blir konsekvenserna

starkare efter den inledande nedgången, vilket tyder på mindre osäkerhet om marknadens fortsatta funktion (återigen hjälpt av betydande skattemässigt/monetärt stöd).

50. Så kallad flight-to-safety.
51. Riksbanken (2021), *Towards a better functioning corporate bond market*, tillgänglig på https://www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/riksbanksstudie/engelska/2021/towards-a-better-functioning-corporate-bond-market.pdf
52. Finansinspektionen (2020), *Kan obligationsmarknaden dämpa kreditcykeln?*, tillgänglig på https://www.fi.se/contentassets/787944581b974c2a81d97797d50e665b/fi-analys-23-obligationsmarknaden-n.pdf.
53. ESRB (2019), *EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor 2019*, tillgänglig på https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/nbfi_monitor/esrb.report190717_NBFImonitor2019~ba7c155135.en.pdf.

Figur 22. Inhemskt ägande av icke-finansiella företagsobligationer efter investerare, slutet av 2021



Anmärkning: Uppgifterna för 2021 kommer från ECB:s finansräkenskaper, vilket innebär att det kan finnas mindre skillnader jämfört med de figurer ovan som visar mer detaljerade uppgifter. Senast tillgängliga data för Danmark är Q4 2021. Källa: ECB.

här mer kännbara. Det potentiella hotet från denna typ av verksamhet mot den finansiella stabiliteten är vanligtvis inte synligt så länge som det inte finns någon betydande efterfrågan från investerarna att samtidigt avveckla sina tillgångar. Detta är dock precis vad som hände under pandemin. Långsiktiga investerare som pensionsfonder och försäkringsbolag handlar däremot i mycket mindre utsträckning på andrahandsmarknaden, om alls, och innehar vanligtvis obligationer till förfall. Som framgår av figur 22 ovan är andelen sådana investerare låg i Sverige jämfört med många andra länder. I Nederländerna, till exempel, är andelen nästan tre gånger högre än i Sverige. Även om långsiktiga investerare tenderar att erbjuda större stabilitet har dock det verktyg genom vilket de gör det – att inneha obligationer till förfall – inte några positiva effekter på likviditeten på sekundärmarknaden.

Det är värt att notera att öppna fonders ökande ägande av företagsobligationer är en trend som gäller hela euroområdet. Under de senaste tio åren har deras innehav av företagsobligationer ökat två och en halv gånger.[54]

I Finansinspektionens analys av pandemins effekter på den svenska företagsobligationsmarknaden dras slutsatsen att marknaden inte har erbjudit mer flexibel finansiering än bankerna i kristider i Sverige, vilket innebär att de inte erbjuder samma typ av kontracyklisk finansiering som marknaderna i EU och Förenta staterna. Emittenter som haft tillgång till obligationsmarknader i utländska valutor kunde dock erhålla sådan finansiering. Under det senaste decenniet har den stora majoriteten av de obligationer som emitterats av svenska företag i kronor (i storleksordningen 90 procent) inte omsatts någon dag (jämfört med cirka 60 procent för obligationer i utländsk valuta). Denna brist kan delvis förklaras av den underutvecklade marknaden och i synnerhet bristen på likviditet.[55]

Likviditetsbristen på den svenska obligationsmarknaden under pandemin har resulte-

54. AMF (2022), Tal av Robert Ophèle, AMF Chairman – I*OSCO/OECD Virtual Conference on Corporate Bond Markets – 24 June 2022*, tillgängligt på https://www.amf-france.org/en/news-publications/public-statements/speech-robert-ophele-amf-chairman-ioscooecd-virtual-conference-corporate-bond-markets-24-june-2022.

55. Se FI-analys: *Kan obligationsmarknaden dämpa kreditcykeln?* Nr. 23 2020. Tillgänglig på: https://www.fi.se/contentassets/787944581b974c2a81d97797d50e665b/fi-analys-23-obligationsmarknaden-n.pdf.

rat i flera initiativ för att reformera marknaden och göra den mer motståndskraftig. Framför allt gav regeringen i regleringsberevet för 2021 Finansinspektionen i uppdrag att utreda behovet av ytterligare verktyg för likviditetshantering för att hantera likviditetsrisker för investeringsfonder.[56] Den granskade tre sådana verktyg: *swing pricing*,[57] *anti-dilution-avgifter*[58] och *redemption gates*.[59] Finansinspektionens bedömning är att det är möjligt att tillämpa anti-dilution-avgifter samt vissa typer av swing pricing inom ramen för gällande rätt.[60] Swing pricing har identifierats som ett prioriterat område. Inspektionen rekommenderar också att ett krav på att investeringsfonder ska vara öppna för inlösen minst två gånger per månad ska återspeglas i lagstiftningen, tillsammans med den längsta tillåtna inlösentiden.[61] Finansinspektionens dåvarande generaldirektör har också i en debattartikel i Dagens industri uppmanat marknadsaktörerna att vidta åtgärder, särskilt när det gäller information och öppenhet, och uppmuntrar utvecklingen av ett självregleringssystem. I artikeln betonas också behovet av att investeringsfonderna förbättrar sin likviditetshantering genom att utforma sina portföljer med scenarion som det som inträffade under våren 2020 i åtanke, t.ex. genom att öka andelen likvida tillgångar eller genom att klargöra för investerarna att de inte erbjuder daglig inlösen.[62] Dessa diskussioner påminner om dem som ägde rum i Förenta staterna under det så kallade »taper tantrum« i mitten av 2013, då det stora säljtrycket fick stora effekter på priserna på företagsobligationer och det övervägdes att införa exitavgifter för obligationsfonder.[63]

Vidare har Riksbanken, Riksgälden och Finansinspektionen gemensamt uttryckt en önskan om att en svensk standard för benchmarkobligationer ska införas. Deras föreslagna standard för en benchmarkobligation omfattar: minst 1 miljard kronor i initialt emitterat belopp per lån,[64] minst två banker som arrangörer för att nå en bredare investerarbas, och emissioner genom så kallade syndikerade publika transaktioner enligt Euro-bondmarknadens standard. Förhoppningen är att detta ska bidra till att öka likviditeten på marknaden och därmed också till att diversifiera investerarbasen.[65] Utöver att uppmuntra utvecklingen av en benchmarkstandard har Riksbanken också gett ett antal rekommendationer om åtgärder som kan vidtas av olika marknadsaktörer, inklusive rörande tydligare kommuni-

56. Se Regleringsbrev för budgetåret 2021 avseende Finansinspektionen (Fi2020/05114).
57. Justering av fondandelarnas värde eller försäljnings- och inlösenpriset för andelarna uppåt/nedåt beroende på de kostnader som är förknippade med fondens nettoflöden.
58. En avgift som tas ut från investerare när de säljer/återköper fondandelar.
59. Som gör det möjligt för fonderna att tillfälligt begränsa uttag ur fonden om vissa fördefinierade tröskelvärden överskrids.
60. Finansinspektionen kallar detta för »justerat försäljnings- och inlösenpris«, en metod där priset på fondandelarna justeras uppåt eller nedåt beroende på nettoflöden. En annan typ av swing pricing, som kallas »justerat nettoinvesteringsvärde«, innebär att fondens värde justeras, vilket inte är tillåtet enligt gällande fondlagstiftning.
61. Se Finansinspektionen (2021), *Likviditetsverktyg i värdepappersfonder och specialfonder*, tillgänglig på https://www.fi.se/contentassets/48de81a2cd08467a91fa8606f7f52076/likviditetsverktyg-vardepappersfonder-specialfondern3.pdf.
62. Se Thedéen (2021), *Obligationsmarknaden måste ha högre likviditet*, debattartikel i Dagens industri den 9 juni 2021.
63. Se Çelik, Demirtaş and Isaksson (2015), *Corporate Bonds, Bondholders and Corporate Governance*, OECD Corporate Governance Working Papers No. 16.
64. Figur 12 ovan visar att under 2021 låg 68 procent av antalet emitterade obligationer under detta belopp.
65. Se https://www.fi.se/sv/publicerat/tal-och-debatt/2022/dags-for-en-svensk-benchmarkstandard-for-foretagsobligationer/

kation avseende likviditetsrisker i investeringsfonder, begränsning av erbjudande om daglig inlösen och hantering av likviditetsrisker, samt ökat användande av kreditvärdering.[66]

2.7.2. Den israeliska marknaden för företagsobligationer

Som nämndes inledningsvis i avsnittet (2.7) sker handel med företagsobligationer i Sverige OTC. Frågan kan mot den bakgrunden ställas om en övergång till ett elektroniskt handelssystem motsvarande det som finns på aktiemarknaden kan vara ett viktigt steg för att åstadkomma ökad likviditet. Det finns exempel på obligationsmarknader där företagsobligationer handlas i princip uteslutande elektroniskt med hög transparens, och en sådan är den israeliska. I det efterföljande presenteras därför en överblick över den israeliska företagsobligationsmarknadens struktur, samt likviditeten på marknaden.

I Israel handlas de flesta företagsobligationer på Tel Aviv Stock Exchange (TASE) snarare än OTC. Företagsobligationer som är noterade på TASE handlas på samma sätt som andra finansiella instrument, t.ex. aktier, och emittenterna följer marknadsplatsens noteringsregler och krav på informationsgivning. Vissa undersökningar har visat att dessa egenskaper hos den israeliska marknaden för företagsobligationer uppmuntrar privata investerare att delta mer aktivt i handeln med företagsobligationer och bidrar till ökad likviditet.[67]

I figur 23 sammanfattas de noteringsregler som företagen måste följa när de noterar sina obligationer på TASE. Ett företags eget kapital efter noteringen får inte understiga 24 miljoner Israelisk Shekel (ILS) (7,7 miljoner dollar), alternativt får det egna kapitalet efter noteringen inte understiga 16 miljoner ILS (5,1 miljoner dollar) under förutsättning att emittenten har ett lokalt kreditbetyg på minst BBB- eller Baa3 före offentliggörandet av prospektet. Företag kan dock undantas från dessa krav genom att antingen ha en lokal kreditvärdering på A-, A3 eller Baa3 eller en internationell kreditvärdering på BBB-. Företagen är också undantagna från kraven på eget kapital om värdet av obligationsserien är minst 200 miljoner ILS (64,3 miljoner dollar) eller om företaget också handlar med sina aktier och värdet av alla omsatta värdepapper är minst 200 miljoner ILS. Dessutom ska det offentliga innehavet vara minst 36 miljoner ILS (11,5 miljoner dollar) och en obligation ska innehas av minst 35 investerare, var och en med minst 200 000 ILS (64 300 dollar). Andra detaljerade bestämmelser, t.ex. villkor för förtida inlösen, finns i marknadsplatsens föreskrifter.[68]

TASE har 24 medlemmar, bestående av banker och mäklare, som kan ansluta sig direkt till TASE:s handelssystem. En investerare, dvs. kunder som är medlemmar i TASE, kan lämna in order online och ges tillgång till status och orderbok. Till skillnad från OTC-handel gör den tillgänglighet och öppenhet som TASE erbjuder det möjligt för retailinvesterare att delta på marknaden för företagsobligationer. Handeln sker från söndag till torsdag (samma som med aktier). TASE har också en annan plattform, TASE UP, som är utformad för privata företag och som inte

66. Se Riksbanksstudien *Vägen till en bättre fungerande företagsobligationsmarknad*, tillgänglig på: https://www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/riksbanksstudie/svenska/2021/vagen-till-en-battre-fungerande-foretagsobligationsmarknad.pdf.
67. Se t.ex. Abudy & Wohl (2018), *Corporate Bond Trading on a Limit Order Book Exchange*, Review of Finances 22(4), s. 1413–1440.
68. TASE (2022), Company Guide, Listing of Securities for Trade, Regulations pursuant of the second part of the TASE rules, tillgänglig på https://info.tase.co.il/Eng/about_tase/rulesandregulations/Pages/Companies_L.aspx.

Figur 23. Sammanfattning av reglerna för upptagande i förteckningen

Eget kapital	Krav på eget kapital:		Undantag från kraven på eget kapital:		
	Alternativ A	Alternativ B	Alternativ A	Alternativ B	Alternativ C
	Eget kapital på 24 miljoner ILS	Ett eget kapital på 16 miljoner ILS före offentliggörandet av prospektet och en lokal kreditvärdering på BBB- eller Baa3	Lokal kreditvärdering A- eller A3/Baa3 eller BBB-internationell kreditvärdering.	≥ 200 miljoner NIS värde av en obligationsserie	Bolagets aktier är noterade på TASE och värdet av alla omsatta värdepapper är ≥ 200 miljoner ILS
Publikt innehav	– Minimivärde 36 miljoner NIS				
Innehavare	– Minst 35 innehavare – Innehavsvärde på minst 200 000 NIS per innehavare				

Källa: TASE Company Guide, Listing of Securities for Trade, Regulations pursuant to the second part of the TASE rules.

Figur 24. Indikatorer för den israeliska marknaden för företagsobligationer år 2021

Kategori	Antal
Antal företag som utfärdar företagsobligationer	92
Antal TASE UP-företag som utfärdar företagsobligationer	21
Antal noterade obligationer	740
Antal TASE UP-obligationer	52
Antal emissioner till allmänheten	244
Genomsnittligt antal transaktioner med företagsobligationer per dag	48 376

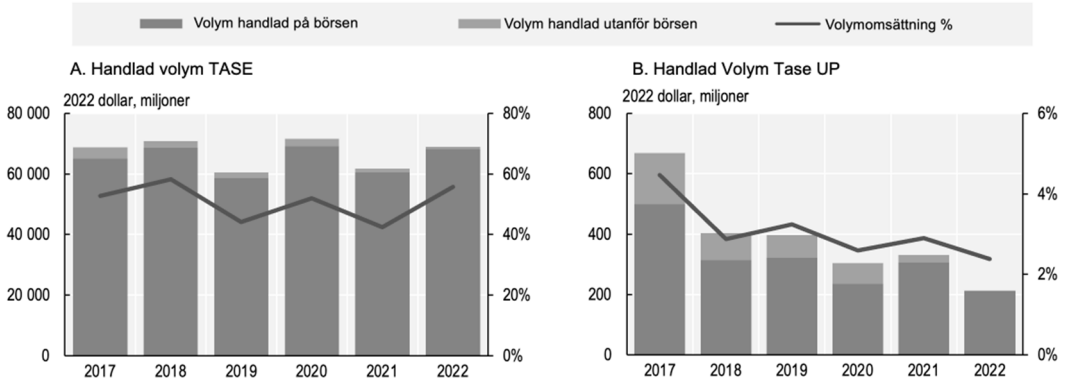
Anmärkning: Antalet noterade företag omfattar de företag som ger ut strukturerade obligationer. Antal noterade obligationer omfattar TASE UP-obligationer och strukturerade obligationer.
Källa: TASE (2022), *Monthly Main Indicators US$ (May, 2022).*

uppställer något krav på att offentliggöra ett prospekt vid notering av värdepapper. På TASE UP kan företag bland annat notera företagsobligationer. Marknaden är dock avsedd för kvalificerade och institutionella investerare.

När det gäller marknaden var 92 emittenter noterade på TASE i slutet av år 2021 och ytterligare 21 var noterade på TASE UP (totalt handlades 740 obligationer på TASE och TASE UP). Enbart under 2021 emitterades 244 obligationer till allmänheten (figur 24). Figur 25 visar den årliga handelsvolymen och omsättningsgraden – mätt som årlig handelsvolym i förhållande till marknadsvärdet i slutet av året – för företagsobligationer som handlas på marknaderna TASE och TASE UP (jfr. figur 18 ovan avseende Sverige).

Mellan 2007 och 2022 uppgick den årliga omsatta volymen på TASE i genomsnitt till cirka 60 miljarder dollar. År 2021 var den handlade volymen cirka 60,5 miljarder dollar på TASE, jämfört med 1 miljard dollar utanför börsen, vilket innebär att drygt 98 procent av den handlade volymen av företagsobligationer ägde rum på börsen i Israel. Omsättningsgraden har fluktuerat runt 50 procent under perioden 2017–2021 och uppgick till 42 procent år

Figur 25. Sekundärmarknaden för företagsobligationer i Israel



Källa: TASE, IMF, U.S. Bureau of Labor Statistics.

2021, vilket andelsmässigt var marginellt högre än i Sverige,[69] och även aningen lägre än EES-snittet.[70] För övriga år under perioden 2017–2022 har dock obligationer på den israeliska marknaden omsatts i betydligt högre utsträckning än svenska, med en genomsnittlig omsättningsgrad på 30 procent i Sverige och 51 procent i Israel. Särskilt omsättningsgraden under 2022 skiljer sig mellan länderna. I Sverige gick denna, som visats i figur 18, i botten, medan förhållandena på den israeliska marknaden var de omvända (med en omsättningsgrad som rörde sig från 42 procent 2021 till 56 procent 2022).

Att merparten av handeln sker på börsen ökar transparensen både före och efter handel och det faktum att merparten av handeln sker på börsen kan tänkas vara en förklaring till likviditetsskillnaderna mellan marknaderna. En indikation på detta är vidare de relativt låga spreadarna på den israeliska marknaden.[71] Det finns belägg för att spreadarna på företagsobligationer tenderar att vara mindre i Israel jämfört med dem på exempelvis den amerikanska marknaden, där merparten av handeln sker OTC. En trolig förklaring till detta är den högre insynen före handel som börshandeln erbjuder jämfört med OTC-handel. En annan faktor som har anförts driva lägre spreadar är det faktum att handeln med företagsobligationer i Israel inte är koncentrerad till ett fåtal mäklare, utan snarare är öppen för allmänheten eller erbjuds direkt till kvalificerade investerare. Dessutom är kostnaden för handel på TASE låg och den minsta valören är

69. Se figur 18.
70. Se ESMA (2021), EU Securities Markets: ESMA Annual Statistical Report 2021, tillgänglig på https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-2004_eu_securities_markets_asr_2021.pdf.
71. Som visats ha samband med högre likviditet (likviditetspremie), se t.ex. Ericsson & Renault (2002), *Liqiuidity and credit risk,* Working Paper, McGill University; Longstaff, Mithal & Neis (2005), *Corporate Yield Spreads: Default Risk or Liquidity? New Evidence from the Credit Default Swap Market,* The Journal of Finance, 60(5), s. 2213–2253, Chen, Lesmond & Wei (2007), *Corporate Yield Spreads and Bond Liquidity*, The Journal of Finance, 62(1), s. 119–149.

också lägre jämfört med många andra marknader.[72]

3. Regleringen av den svenska företagsobligationsmarknaden

I detta avsnitt redogörs översiktligt för regleringen av den svenska obligationsmarknaden med relevans för den utveckling som har beskrivits i avsnitt 2. Fokus riktas mot regleringen av själva marknaden och emittenterna, inklusive transparens, informationsgivning, och likabehandling av obligationsinnehavare. Däremot behandlas inte regleringen av andra aktörer på marknaden, såsom fonder och värdepappersinstitut.[73]

Regleringen är i huvudsak den följande. Informationsgivning i samband med emission regleras framför allt av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 2017/1129 om prospekt som ska offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel på en reglerad marknad, och om upphävande av direktiv 2003/71/EG (»Prospektförordningen«).[74] Syftet med Prospektförordningens regler om informationsgivning är att säkerställa investerarskydd, effektivitet och förtroende på den inre kapitalmarknaden.[75]

Den svenska regleringen av handeln med företagsobligationer bygger på Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/65/EU om marknader för finansiella instrument och om ändring av direktiv 2002/92/EG och direktiv 2011/61/EU (»MiFID II«) samt parlamentets och rådets förordning (EU) nr 600/2014 om marknader för finansiella instrument och om ändring av förordning (EU) nr 648/2012 (»MiFIR«).[76] Till MiFID II och MiFIR kommer också ett antal genomförandeförordningar och -direktiv, utfärdade på delegation av kommissionen. MiFID II har genomförts i svensk rätt i första hand genom lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden. Vissa för handeln i företagsobligationer relevanta regler återfinns också i lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument. Genomförandedirektiven har genomförts i form av Finansinspektionens föreskrifter om värdepappersrörelse (FFFS 2017:2). Därutöver har emittenter av noterade företagsobligationer att följa den aktuella marknadsplatsens regelverk, såsom *Nasdaq's Rulebook for Issuers of Fixed Income Instruments* (»Nasdaqs emittentregler«). Emittenter av noterade företagsobligationer är enligt Nasdaqs emittentregler skyldiga att kontinuerligt lämna ut viss information. Avsnitt 3 i regelverket innehåller flera specifika upplysningskrav, till exempel gällande årsredovisning och halvårsrapporter (3.3.2–3.3.4), prognoser och framåtblickande uttalanden (3.3.5), information om beslut antagna av bo-lagsstämman (3.3.6) och ändringar av villko-ren för värdepapperen (3.3.7).

3.1. Transparens i samband med emission av företagsobligationer

Enligt artikel 3 i prospektförordningen ska prospekt upprättas och offentliggöras innan värdepapper, inklusive företagsobligationer, erbjuds allmänheten eller tas upp till handel

72. Abudy & Wohl (2018), *Corporate Bond Trading on a Limit Order Book Exchange*, Review of Finances 22(4), s. 1413–1440.
73. För en mer detaljerad genomgång, se Andreasson & Lidman (2022), Transparens och likabehandling på företagsobligationsmarknaden, Nordisk Tidsskrift for Selskabsret nr 2, s. 69.
74. Reglerna i prospektförordningen kompletteras av regleringen i Kommissionens delegerade förordning (EU) 2019/980 och Kommissionens delegerade förordning (EU) 2019/979.
75. Skäl 7 i Prospektförordningen.
76. MiFID II och MiFIR medför att regleringen av börshandeln med företagsobligationer är likartad i hela EU och därmed i Sverige, Danmark och Finland. Eftersom Norge och Island har antagit reglering som motsvarar MiFID II och MiFIR skapar EU-regleringen en bas för den rättsliga hanteringen av företagsobligationshandel i hela Norden.

på en reglerad marknad inom unionen. Enligt artikel 6.1 ska ett prospekt innehålla information som är väsentlig för att investeraren ska kunna göra en välgrundad bedömning av den aktuella emittentens, samt eventuell garants, nuvarande och framtida ekonomiska ställning, de rättigheter som är förenade med värdepapperen, skälen till emissionen och emissionens effekt på emittenten. Denna information kan variera beroende på bland annat emittentens art, typen av värdepapper och emittentens ställning. Enligt artikel 6.2 ska informationen i ett prospekt vara skriftlig, koncis, lättbegriplig och ha en form som gör prospektet lätt att analysera. Utgångspunkten vid en emission av företagsobligationer av de slag som diskuteras i denna artikel är således i korthet att ett prospekt ska upprättas inför att obligationerna erbjuds till potentiella investerare.

Prospektförordningen innehåller emellertid ett antal undantag från skyldigheten att upprätta prospekt. Enligt artikel 1.4 behöver prospekt till exempel inte upprättas vid erbjudanden av värdepapper (i) som endast riktas till kvalificerade investerare, (ii) som riktas till färre än 150 juridiska eller fysiska personer som inte är kvalificerade investerare per medlemsstat, (iii) som har ett nominellt värde om minst 100 000 euro per enhet (unit), eller (iv) som riktas till investerare som förvärvar värdepapper till ett sammanlagt belopp om minst 100 000 euro per investerare för varje separat erbjudande. I fråga härom är det emellertid viktigt att notera att dessa undantag gäller *erbjudande om förvärv*, inte upptagande till handel på reglerad marknad.

Eftersom marknadspraxis i Sverige är att svenska företagsobligationer typiskt sett emitteras med ett värde per enhet om motsvarande minst 100 000 euro, innebär undantaget i artikel 1.4 att något prospekt inte behöver upprättas i samband med erbjudande om förvärv av företagsobligationer. Vid notering av företagsobligationer på någon av de reglerade marknadsplatserna för företagsobligationer, Nasdaq eller NGM, ska prospekt upprättas i samband med upptagande till handel.[77] Då emissionen normalt är fulltecknad och böckerna stängda innan det att obligationerna upptas till handel (och innan det att ansökan om upptagande till handel skickas in) innebär regleringen emellertid att prospekten normalt inte ingår i investeringsunderlaget för de som investerar i obligationen på förstahandsmarknaden (istället får de ta del av vad som ibland beskrivs som ett *investor memorandum*, i vilket innehållet är oreglerat). Eftersom andrahandsmarknaden, som beskrivits i avsnitt 2, är mycket begränsad i Sverige blir således konsekvensen att prospekten får en mindre betydelse för investerare.

Det bör härvid också noteras att det i Sverige inte finns något krav på s.k. *comfort letters* – ett dokument från en revisor som i korthet intygar riktigheten i den finansiella information som emittenten presenterar – vilket skiljer sig från kravet i Förenta staterna och internationell standard.[78] Därtill är ansvaret för den information som en emittent och dess arrangörer och rådgivare presenterar i samband med en emission inte särskilt reglerat. Detta är en viktig skillnad i förhållande till framför allt Förenta staterna, där US Securities Exchange Act ålägger skadeståndsansvar för den som lämnar medvetet vilseledande information i samband med en emission, eller som i någon form lämnar »any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements

77. Undantag från skyldigheten att upprätta prospekt innan upptagande till handel, i enlighet med artikel 1.5 i prospektförordningen, blir sällan aktuellt i samband med upptagande till handel av företagsobligationer.
78. Se AU Section 634, Letters for Underwriters and Certain Other Requesting Parties (AU 634) (tidigare SAS 72).

made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading«.[79]

3.2. Löpande informationsgivning

Emittenter av noterade företagsobligationer är skyldiga att offentliggöra insiderinformation i enlighet med förordning (EU) nr 596/2014 avseende skyldighet för emittenter att offentliggöra insiderinformation (»MAR«). Den närmare innebörden av detta krav är sannolikt av förhållandevis stort intresse för företagsobligationsmarknadens funktion. Eftersom information som generellt får anses utgöra insiderinformation för en non-investment-grade emittent många gånger inte skulle anses vara det för en investment-grade emittent får det emellertid, för en obligationsemittents vidkommande, anses oklart hur bedömningen av vad som utgör insiderinformation enligt artikel 7 i MAR ska göras. Detta eftersom det är tämligen få företagsspecifika faktorer som påverkar prissättningen av en obligation i ett företag där emittentens finansiella ställning, och därmed betalningsförmåga, är sådan att risken för att emittenten inte skulle fullgöra sina förpliktelser enligt obligationen kan betraktas som mycket låg. Samtidigt kan bolagets utveckling, givet de i obligationen uppställda ramarna, endast i mycket begränsad omfattning påverka obligationens värde i positiv riktning. Mot denna bakgrund måste paralleller till aktieemittenter, och den gängse bedömningen av insiderinformation för sådana emittenter, göras med försiktighet.

I fråga om den löpande informationsgivningen bör det också särskilt noteras att när företagsobligationer handlas på en reglerad marknad är emittenten, enligt 15 kap 8 § lagen om värdepappersmarknaden, även skyldig att omedelbart offentliggöra alla förändringar i de rättigheter som är knutna till värdepapperen. Vad gäller företagsobligationer är typiska förändringar som kräver omedelbart offentliggörande exempelvis ändringar av räntesats och andra lånevillkor.[80]

3.3. Pristransparens

I MiFIR artikel 8.1 regleras skyldigheten att offentliggöra information före handel med obligationer. Enligt MiFIR artikel 8 ska marknadsoperatörer och värdepappersföretag som driver en handelsplats, under marknadernas normala öppettider, kontinuerligt offentliggöra aktuella köp- och säljbud samt orderdjup för transaktioner med obligationer. Innebörden av artikel 8 är att handelsinformation i allmänhet ska publiceras i realtid.

Enligt MiFIR artikel 9 har behöriga myndigheter emellertid möjlighet att bevilja undantag från kravet på offentliggörande enligt artikel 8. Undantag kan medges för transaktioner (i) av större omfattning än normalt på marknaden, (ii) som överstiger en storlek som är specifik för det finansiella instrumentet i fråga, som skulle utsätta tillhandahållare av likviditet för otillbörlig risk och som tar hänsyn till om berörda marknadsaktörer är professionella eller icke-professionella investerare, och (iii) som avser instrument för vilka det saknas en likvid marknad. Finansinspektionen har beslutat att undantag ska beviljas när förutsättningarna enligt MiFIR artikel 9 är uppfyllda.[81] Det kan noteras att denna undantagsmöjlighet dessutom utnyttjas i mycket hög grad. Vidare beskriver Finansinspektionen transparensen före handel som »mycket begränsad«.[82]

I MiFIR artikel 10 regleras skyldigheten att offentliggöra information efter handel med obligationer. Enligt MiFIR artikel 10 ska mark-

79. Se Rule 10b-5 i US Securities Echange Act från 1934.

80. Prop. 2006/07:65, s. 336.

81. Finansinspektionen (2019), *Transparensen på den svenska företagsobligationsmarknaden*, s. 5–6.

82. Finansinspektionen (2019), *Transparensen på den svenska företagsobligationsmarknaden*, s. 7.

nadsoperatörer och värdepappersföretag som driver en handelsplats, så nära realtid som tekniskt möjligt, offentliggöra pris, volym och tidpunkt för transaktioner med obligationer. Enligt MiFIR artikel 11 har behöriga myndigheter emellertid även möjlighet att bevilja tillstånd att skjuta upp offentliggörande av transaktioner. Tillstånd ska »framför allt« kunna medges när det gäller transaktioner som (i) är av större omfattning än normalt på marknaden, (ii) avser ett instrument, eller kategori av instrument, som handlas på en handelsplats för vilken det saknas en likvid marknad, (iii) överstiger en storlek som är specifik för ett instrument, eller kategori av instrument, som handlas på en handelsplats för vilken det saknas en likvid marknad, som skulle utsätta tillhandahållare av likviditet för en otillbörlig risk och som tar hänsyn till huruvida de berörda marknadsaktörerna är icke-professionella eller professionella investerare. Enligt Finansinspektionen är det endast ett fåtal svenska obligationer som bedöms vara likvida enligt MiFIR. Uppskjutet offentliggörande efter handel enligt artikel 11 kan därför tillämpas på nästan all handel på den svenska marknaden.[83]

Till detta kommer att allt fler marknadsaktörer väljer att utföra transaktioner på utländska handelsplattformar, vilket resulterar i att offentliggörandet av handelsinformationen sker enligt utländska regler, som kan skilja sig från de svenska.[84] Utnyttjandet av utländska handelsplattformar leder också till att handelsinformation publiceras på en mängd olika ställen och via olika kanaler. Handelsinformationen är alltså fragmenterad. Slutsatsen är att transparensen på den svenska obligationsmarknaden generellt har minskat efter MiFID IIs och MiFIRs ikraftträdande.[85]

Innan den 26 juni 2017, när FFFS 2017:5 trädde i kraft och upphävde 7 kapitlet i FFFS 2007:17, gällde följande på den svenska marknaden. Enligt 7 kap 3 § skulle (bland annat) en börs offentliggöra information om varje avslut avseende skuldebrev. Informationen skulle innehålla uppgifter om (i) vägt avsnitt avseende handlad volym, (ii) högsta avslutspris under affärsdagen, (iii) lägsta avslutspris under affärsdagen, och, (iv) total volym för samtliga affärer under affärsdagen. Enligt 7 kap 4 § marknadsplatsföreskrifterna skulle information om transaktioner med skuldebrev eller termins- eller optionskontrakt avseende skuldebrev offentliggöras senast 09.00 dagen efter affärsdagen. Kravet på offentliggörande gällde, lite förenklat, aktörer baserade i Sverige. Diskrepansen mellan MiFIRs och marknadsplatsföreskrifternas tidigare offentliggörandekrav är intressant. MiFIR ställer alltså som utgångspunkt högre krav än vad marknadsplatsföreskrifterna gjorde. Enligt 7 kap. 6 § marknadsplatsföreskrifterna kunde Finansinspektionen medge dispens från offentliggörandekravet om det var motiverat med hänsyn till effektiviteten för handeln. Även när det gäller undantagsregleringen föreligger en diskrepans mellan MiFIR och marknadsplatsföreskrifterna. MiFIR-regleringen är mer detaljerad, och därmed snävare, i fråga om vilka situationer som »framför allt« ska kunna medföra undantag. Marknadsplatsföreskrifternas föreskrift om dispens »om det är motiverat med hänsyn till effektiviteten för handeln«

83. Finansinspektionen (2019), *Transparensen på den svenska företagsobligationsmarknaden*, s. 13.
84. Se figur 10 ovan.
85. Jfr. Finansinspektionen (2019), *Transparensen på den svenska företagsobligationsmarknaden*, s. 13, samt Finansinspektionen (2019), *FI-tillsyn 15: minskad transparens i handel med obligationer*, tillgänglig på: https://www.fi.se/sv/publicerat/rapporter/tillsynsrapporter/2019/fi-tillsyn-15-minskad-transparens-i-handel-med-obligationer/.

framstår som betydligt öppnare i sin utformning. Trots de striktare och mer långtgående transparenskraven i MiFIR har MiFIR enligt Finansinspektionen medfört att transparensen på den svenska marknaden har minskat.

Sammanfattningsvis kan det konstateras att regleringen i MiFID, MiFIR och värdepappersmarknadslagen inte verkar leda till en tillfredsställande nivå av informationsgivning och transparens på företagsobligationsmarknaden. MiFID och MiFIR ställer i förhållande till tidigare nationell reglering strängare krav på offentliggörande av handelsinformation men har enligt Finansinspektionen, på grund av undantag som är tillämpliga på i stort sett samtliga transaktioner på den svenska företagsobligationsmarknaden, medfört att transparensen minskat efter deras ikraftträdande. I syfte att bidra till att åtgärda den bristande transparensen på den svenska obligationsmarknaden har Svensk värdepappersmarknad tagit fram en rekommendation om transparens på den svenska obligationsmarknaden i dialog med Finansinspektionen.[86] Enligt punkt 2 och 3 i rekommendationen är den avsedd att tillämpas av alla svenska värdepappersinstitut och utländska motsvarigheter som handlar med skuldebrev i svenska kronor med ISIN SE som är upptagna till handel på reglerad marknad i Sverige eller handlas på handelsplats i Sverige, och således omfattar den inte obligationer som är upptagna till handel på en utländsk marknad.

Enligt punkt 5 i rekommendationen ska informationen omfatta följande avslutsinformation:

i. vägt snitt avseende handlad volym under affärsdagen,
ii. högsta avslutspris under affärsdagen,
iii. lägsta avslutspris under affärsdagen, och
iv. total volym för samtliga affärer under affärsdagen.

Enligt punkt 6 ska transaktioner som genomförs fram till klockan 17.00 publiceras senast klockan 19.00 samma dag. Enligt punkt 7 får publicering av handelsinformation endast skjutas upp när ett värdepappersinstitut har handlat för egen räkning och transaktionen överstiger 50 miljoner kronor.[87] Uppskjuten publicering ska då ske senast sju affärsdagar efter transaktionsdagen. Enligt punkt 8 är som huvudregel det säljande värdepappersinstitutet ansvarigt för publicering av handelsinformation. Om det säljande värdepappersinstitutet inte tillämpar rekommendationen, men det köpande gör det, så ska det köpande värdepappersinstitutet publicera handelsinformationen. Det är också tillåtet för inblandade värdepappersinstitut att komma överens om vilket institut som ska ansvara för publicering av informationen. Enligt punkt 9 ska publicering ske via den leverantör som Svensk värdepappersmarknad har tecknat ramavtal med.

3.4. Finansiell informationsgivning samt informationskrav i förhållande till marknadsplats

En emittent som har Sverige som hemmedlemsstat och vars överlåtbara värdepapper är upptagna till handel på reglerad marknad ska offentliggöra regelbunden finansiell information i enlighet med 16 kap lagen om värdepappersmarknaden.[88] För obligationer eller

86. Svensk värdepappersmarknads *Rekommendation om transparens på den svenska obligationsmarknaden*, Svensk värdepappersmarknad 2020, tillgänglig på https://svenskvardepappersmarknad.se/wp-content/uploads/2020/11/SVPM-Rekommendation-om-transparens-p%C3%A5-obligationsmarknaden-nov-2020.pdf.

87. Jfr. diskussionen angående transparensens potentiellt negativa effekter på market making ovan, vilket undantaget reflekterar.

88. Emittent som inte har Sverige som hemmedlemsstat men vars företagsobligationer är upptagna till handel på reglerad marknad i Sverige ska, enligt 16 kap 1 § 3 st. lagen om värdepap-

andra överlåtbara skuldförbindelser som var och en har ett nominellt värde motsvarande minst 100 000 euro ska enligt 16 kap 3 § 3 p. lagen om värdepappersmarknaden reglerna i 16 kapitlet dock inte tillämpas.[89] Eftersom företagsobligationer vanligtvis har ett nominellt värde om minst 100 000 euro blir detta undantag ofta tilllämpligt för företagsobligationer.[90] Värdepappersmarknadslagens krav på regelbundet offentliggörande av finansiell information blir alltså ofta inte tillämpligt på företagsobligationsemittenterna.

Utöver kraven i MiFIR och lagen om värdepappersmarknaden finns relevant reglering i marknadsplatsernas regelverk, och normalt också i obligationsvillkoren. Enligt sektion 2.4 i Nasdaqs emittentregler måste emittenter, i god tid innan ränteinstrument tas upp till handel, ha procedurer, kontroller och system för finansiell rapportering som i rätt tid förser marknaden med pålitlig och korrekt information i enlighet med Nasdaqs emittentregler, vilket i praktiken innebär att emittenten ska ha kapacitet att offentliggöra information i enlighet med MAR och de särskilda föreskrifterna i regelverket. Enligt sektion 3.3.2 ska emittenten offentliggöra alla finansiella rapporter som emittenten är skyldig att upprätta. Emittent vars skuldinstrument primärt är upptagna till handel vid Nasdaq Stockholm ska offentliggöra ett halvårsbokslut och ett årsbokslut. Offentliggörande ska enligt sektion 3.3.1 (med hänvisning till sektion 3.1) ske på det sätt som föreskrivs i artikel 17 i MAR (så snart som möjligt och på ett fullständigt och korrekt sätt). Enligt punkt 3.2 i Nasdaqs emittentregler ska emittenten ha en egen webbplats där offentliggjord information ska vara tillgänglig i minst fem år. Enligt sektion 12.1.1 a i Svensk värdepappersmarknads mallvillkor ska emittenten göra aktuell årsredovisning eller annan motsvarande ekonomisk redovisning, tillgänglig för obligationsinnehavarna genom pressmeddelande och via emittentens hemsida.

3.5. Likabehandling av obligationsinnehavare

Enligt 18 kap 3 § i lagen om värdepappersmarknaden ska en emittent säkerställa att alla innehavare av samtidigt och på samma villkor utgivna obligationer (»*samma obligationslån*«) behandlas lika avseende rättigheter knutna till skuldebreven. Bestämmelsen infördes i svensk rätt som ett led i anpassningen till direktiv 2004/109/EG om harmonisering av insynskraven angående upplysningar om emittenter vars värdepapper är upptagna till handel på en reglerad marknad, *öppenhetsdirektivet*, artikel 18.1. Dessförinnan fanns ingen motsvarande regel i svensk rätt.[91] Artikel 18.1 stadgar att »Emittenten av skuldebrev som är

persmarknaden, offentliggöra regelbunden finansiell information i enlighet med den offentliga reglering i emittentens hemmedlemsstat inom EES som följer av öppenhetsdirektivet.

89. Om det inte är fråga om obligationer som kan konverteras till aktier, 16 kap 3 § 3 p. lagen om värdepappersmarknaden med hänvisning till 18 kap 2 § 1 st. 1 p.

90. Enligt sektion 2.8.1 i Nasdaqs emittentregler kan endast företagsobligationer med ett minsta nominellt belopp om en miljon kronor, eller motsvarande i annan valuta, tas upp till handel.

91. Jfr. dock vad som skrivs i SOU 1969:13 s. 64–65. Där nämns att det *kan* anföras att »det knappast kan anses tillåtligt för en låntagare [emittent] att beträffande lånevillkor i allmänhet för ett obligationslån med vissa men inte alla långivare avtala om ändringar i de ursprungliga villkoren. Ett sådant förfaringssätt skulle utan tvekan kunna leda till skada för vissa långivare och leda till rubbningar på obligationsmarknaden.« Resonemanget synes vila på en tanke om likabehandling, men kan knappast anses ge uttryck för att någon generell princip om likabehandling skulle finnas, givet att det nu citerade närmast är en bisats i en diskussion om ändringar i obligationsbrevssystemet.

upptagna till handel på en reglerad marknad skall se till att alla innehavare av skuldebrev som har emitterats samtidigt och på samma villkor behandlas lika med avseende på alla rättigheter som är knutna till dessa skuldebrev (pari passu).« I direktivets inledning sägs, angående likabehandling, även följande (skäl 22, min kursivering):

> *Den löpande informationen till innehavare av värdepapper som är upptagna till handel på en reglerad marknad bör* […] *baseras på principen om likabehandling*. Sådan likabehandling omfattar endast aktieägare i samma position och påverkar således inte frågan om respektive akties röststyrka. I linje med samma resonemang bör innehavare av skuldebrev med lika risk och lika avkastning (pari passu) även fortsättningsvis behandlas lika […]. Informationen till innehavare av aktier och/eller skuldebrev vid bolagsstämmor och motsvarande bör underlättas. […] Av samma skäl bör det avgöras vid en bolagsstämma eller motsvarande möte för innehavare av aktier och/eller skuldebrev huruvida modern informations- och kommunikationsteknik bör införas för dessa ändamål. I sådant fall bör emittenterna införa rutiner för att effektivt kunna informera innehavarna av deras aktier och/eller skuldebrev, i den mån det är möjligt för dem att identifiera dessa.

Som framgår av såväl skäl 22 i direktivet som rubriken till artikel 18 (*Krav på information från emittenter vars skuldebrev är upptagna till handel på en reglerad marknad*) tar kravet på likabehandling först och främst sikte på *informationsmässig likabehandling*. Trots att ordalydelsen i artikeln synes öppna för en betydligt vidare tillämpning, får det därmed antas att artikel 18 inte ger uttryck för någon generell princip om likabehandling utöver i fråga om informationsgivning.[92] Tolkningen av 18 kap 3 § i lagen om värdepappersmarknaden blir följaktligen komplicerad. Eftersom öppenhetsdirektivet är ett s.k. minimidirektiv i denna del hindrar inte direktivkonform tolkning nödvändigtvis att principen om likabehandling i 18 kap 3 § i lagen om värdepappersmarknaden går längre än vad artikel 18.1 i öppenhetsdirektivet gör (eller att svensk rätt i övrigt gör det) så länge det inte strider mot direktivets syften (vilket inte synes troligt). I förarbetena till bestämmelsen i lagen om värdepappersmarknaden nämns emellertid inte hur bestämmelsen ska tolkas eller huruvida den ska tillämpas i andra frågor än sådana avseende informationsgivning, utan endast att paragrafen utgör en implementering av artikel 18.1 i svensk rätt. Något som borde innebära att avsikten inte var att gå längre än direktivet.[93] Innebörden av kravet på likabehandling i 18 kap 3 § lagen om värdepappersmarknaden får mot denna bakgrund möjligen betraktas som något oklar. Utifrån en direktivkonform tolkning bör lagrummet först och främst således antas ta sikte på informationsmässig likabehandling, vilket frånvaron av uttalanden i annan riktning i förarbetena bekräftar, även om paragrafen till sin ordalydelse förefaller kunna ge uttryck för en mer omfattande likabehandlingsprincip. Något annat stöd för att en emittent skulle vara skyldig att behandla obligationsinnehavare lika (utanför obeståndssituationen då insolvensrättsliga regler om likabehandling inträder[94]) finns inte.[95] En annan sak är också

92. För betydelsen av rubriksättning, kapitel m.m. i tolkning av EU-rättsakter, som skiljer sig avsevärt från svensk rätt, se t.ex. mål C395/18 p. 38. För liknande slutsats, see Wood (2019), *International loans, bonds, guarantees and legal opinions,* Sweet & Maxwell, 3:e upplagan, s. 310 f. och 435. Någon generell princip om likabehandling på värdepappersmarknaden eller för den delen i bolagsrätten synes inte heller finnas, se t.ex. st. 37 i mål C101/08 och Mucciarelli (2010), *Equal Treatment of Shareholders in European Union Law*, European Company and Financial Law Review, 7(1), s. 162.
93. Se prop. 2006/07:65 s. 276-277.
94. Se t.ex. Andrews (2022), *Borgenärskollektiv: En studie av fyra borgenärskollektivs rättsliga klassificering*, Jure, s. 35.

att olika föreskrifter avseende likabehandling av obligationsinnehavarna kan införas i obligationsvillkoren.

Osäkerhet gällande betydelsen av 18 kap 3 § lagen om värdepappersmarknaden ger upphov till ett antal frågor om vad som gäller, eller bör gälla, i fråga om likabehandling i materiella hänseenden. Vad gäller t.ex. avseende röstning vid obligationsinnehavarkommittén, vid villkorsändringar, vid återköp och vid inlösen? Frågan är svår och kompliceras ytterligare av osäkerheterna rörande tillämpningsområdet för 18 kap 3 § lagen om värdepappersmarknaden i ljuset av öppenhetsdirektivet. Också i fråga om informationsgivningen från emittenten till investerare, där vi med säkerhet kan säga att det finns ett krav på likabehandling, föreligger osäkerhet av minst två skäl. Tillämpning av en likabehandlingsprincip kräver att man definierar såväl vad som ska anses utgöra lika fall som vad som är tillräckligt olika fall för att motivera olikabehandling.[96] Dessutom måste man ställa sig frågan, när man har definierat vad som är lika och olika fall, *i vilken utsträckning* fallen får behandlas olika. Det kan knappast förhålla sig så att det faktum att två obligationer skiljer sig marginellt i villkorsutformningen innebär att det är fritt fram för emittenten av obligationerna att behandla obligationsinnehavare i respektive grupp av obligationer olika, utan begränsningar. Rimligen måste det finnas något krav på sakliga skäl som motiverar olikahandlingen och som är knutna till olikheterna i själva obligationerna.[97]

4. Några reflektioner angående regleringen

Som beskrivits i avsnitt 2 har den svenska marknaden för företagsobligationer utvecklats dramatiskt under de senaste tjugo åren, och särskilt sedan finanskrisen 2008. Utvecklingen har bland annat avsett marknadens kraftiga tillväxt, förändringar i riskprofil, väsentligt förändrade emittent- och investerarprofiler samt förändringar i det investerarskydd som obligationsinnehavarna erhåller genom kovenanterna. Därtill har transparensen på marknaden försämrats, och marknadslikviditeten är (fortfarande) låg.[98]

Som framgått av avsnitt 3 har regleringen av företagsobligationer inte utvecklats i takt med marknadens utveckling. Att regleringen inte hunnit med marknadens utveckling är förstås inte ägnat att förvåna. Det är både naturligt och önskvärt att regleringen på en dynamisk värdepappersmarknad tillkommer med en viss eftersläpning, först när regleringsbehov identifieras. Med det sagt finns det, givet obligationsmarknadens kraftiga utveckling, goda anledningar för marknadsaktörer och regelmakare[99] att vara uppmärksamma

95. Observera dock de diskussioner Oskar Andrews för i sin avhandling, Andrews (2022), *Borgenärskollektiv: En studie av fyra borgenärskollektivs rättsliga klassificering*, Jure, s. 300, 302, 350, 374 (särskilt not 1221 och 1226), där Andrews argumenterar för att regler om likabehandling bör gälla mellan borgenärer i ett obligationslån. Resonemangen är dock i hög utsträckning principiella, och ger knappast ledning i de frågor som berörs nedan. Flera av resonemangen är vidare av *de lege ferenda*-karaktär, snarare än beskrivningar av det rådande rättsläget.
96. Jämför diskussionen som förs om informationsmässig olikabehandling utifrån generalklausulen i aktiebolagslagen (där det synes finnas gott om utrymme för diskussion och osäkerhet trots att generalklausulen är relativt utförligt omskriven) i Lidman (2021), *Informationsmässig likabehandling enligt aktiebolagslagen*, SvJT 2021 s. 1.
97. Jämför otillbörlighetsrekvisitet i den aktiebolagsrättsliga generalklausulen (7 kap 47 § samt 8 kap 42 § aktiebolagslagen 2005:551) samt de detaljerade regler som finns om likabehandling i takeover-reglerna (Takeover-regler för Nasdaq Stockholm och Nordic Growth Market, punkt II.10–II.16).
98. Se avsnitt 2.8 för en sammanfattning.
99. Termen »regelmakare« kan här förtjäna att särskilt kommenteras. Med en terminologi lånad av Hellner kan regleringen av marknaden betraktas som ett »styrt system«, i vilket »rättsliga förändringar sker genom beslut inom systemet« av lagstiftaren (se Hellner (1994), *Rättsteori*, Juristförlaget, s. 10 ff.). Med »lagstiftaren« avser Hellner svenska staten (se Hellner (1990),

på utvecklingen och utvärdera eventuellt regleringsbehov. I detta avsnitt diskuteras konsekvenserna av utvecklingen av den svenska företagsobligationsmarknaden som beskrivits i avsnitt 2, i förhållande till regleringen beskriven i avsnitt 3.

Hur (och om) marknaden ska regleras för att möta utvecklingen är frågor av en komplexitetsgrad som i princip inte kan besvaras utan kraftigt förenklande antaganden, och hör till den kategori av frågor som i den samhällsvetenskapliga litteraturen ibland beskrivs som »wicked problems«: problemen (eller de sammanhängande frågorna) kan inte beskrivas på ett definitivt sätt, och det finns inte *en* måttstock för att avgöra vad som är en bra modell eller lösning, än mindre ett sätt att ex ante utvärdera konsekvenserna av en lösning (i detta fall en intervention i marknaden) på ett tillfredsställande sätt.[100] Jag vill med detta understryka att företagsobligationsmarknadens komplexitet innebär att ambitionen i denna framställning således endast är (och endast kan vara) att peka på områden där marknadens utveckling inneburit att regleringen idag på ett eller annat sätt synes vara i behov av översyn, samt att presentera några uppslag till hur regleringen kan utvecklas på dessa områden.

4.1. Informationsgivning i samband med emissioner

Det gjordes 2021 ett rekordhögt antal emissioner, merparten i relativt små företag där en stor andel saknade kreditbetyg och där kovenantskyddet både försvagats och kraftigt varierar, precis som villkoren i obligationerna generellt. En viktig fråga från ett regleringsperspektiv blir därmed vilka krav som ställs på det informationsunderlag investerare i en företagsobligationsemission får tillgång till.

Som framgått i avsnitt 3.1 kräver prospektförordningen som huvudregel att ett prospekt ska upprättas i samband med erbjudande om förvärv av företagsobligationer, men på grund av svensk marknadspraxis undantas de allra flesta emissioner från kravet på prospektskyldighet. Ett prospekt måste i och för sig upprättas vid en efterföljande notering, men eftersom emissionen då är fulltecknad och handeln på andrahandsmarknaden är begränsad får det prospekt som krävs enligt prospektförordningen en begränsad betydelse.

Detta innebär givetvis inte att investerare inte erhåller någon information i samband med en emission, men att informationen de tillhandahålls är oreglerad i det dokument som ibland benämns investment memorandum. *Best practice* på marknaden är enligt uppgift från ledande rådgivare att informat-

Lagstiftning inom förmögenhetsrätten, Juristförlaget s. 164). På värdepappersmarknaden finns emellertid flera aktörer som på olika sätt bidrar betydande till regelbildningen. Därför föredrar jag istället här begreppet *regelmakaren,* hämtat från den engelska benämningen *rulemaker*. Med detta vill jag också förtydliga att när jag diskuterar regleringsbehov, avses med detta inte nödvändigtvis reglering genom just lagstiftning, utan reglering i någon av de olika former som förekommer på värdepappersmarknaden, inklusive självreglering.

100. Se särskilt Rittel & Webber (1973), *Dilemmas in a General Theory of Planning*, Policy Science, 4(2), s. 155, där problemet med »wicked problems« sammanfattas som följer: »The search for scientific bases for confronting problems of social policy is bound to fail, because of the nature of these problems. They are »wicked« problems, whereas science has developed to deal with »tame« problems. Policy problems cannot be definitvely described. Moreover, in a pluralistic society there is nothing like the undisputable public good; there is no objective definition of equity; policies that respond to social problems cannot be meaningfully correct or false; and it makes no sense to talk about »optimal solutions« to social problems unless severe qualifications are imposed first. Even worse, there are no »solutions« in the sense of definitive and objective answers.«

ionen i ett investment memorandum, i varje fall i huvuddrag, ska motsvara vad emittenten senare tillhandahåller i ett noteringsprospekt. Samtidigt har det från investerarhåll framförts att det inte är helt ovanligt att informationsunderlaget de tillhandahålls saknar väsentliga uppgifter som senare offentliggörs i noteringsprospektet, och även att de båda dokumenten innehåller motstridig information.[101] En särskild informationsfråga som lyfts fram som problematisk från investerare och rådgivare gäller också i vilken utsträckning emittenten själv deltar i en emission. Det är enligt uppgift exempelvis inte ovanligt att en emittent själv tecknar en andel av obligationerna som emitteras vid ett visst tillfälle, inte minst i det fall emissionen riskerar att inte bli fulltecknad, utan att detta kommuniceras till övriga investerare eller marknaden.

Även om det kan argumenteras att denna ordning inte är problematisk eftersom en investering sker på frivillig basis och på den svenska marknaden normalt av kvalificerade investerare, går det också, givet utvecklingen på marknaden, att ifrågasätta om detta är en lämplig ordning. Med fler och mindre emittenter som gör fler och mindre emissioner, med betydande variationer i villkor, finns det sannolikt från ett transaktionskostnadsperspektiv fördelar med att den dokumentation som tillhandahålls investerare i samband med en emission har en viss miniminivå och i någon utsträckning standardiseras, vilket inte nödvändigtvis kan antas ske genom koordinering bland marknadsaktörerna (åtminstone synes så inte har skett än). Det är också önskvärt att undanröja informationsasymmetrier mellan emittenten och investerarna genom reglering,[102] samt att genom reglering säkra att alla investerare får tillgång till samma information på samma villkor för att skydda investerarnas förtroende för marknaden.[103]

Därtill kan övervägas om ansvaret för emissionsdokumentationen på ett eller annat sätt bör regleras. Idag finns inga särskilda föreskrifter beträffande ansvaret för fullständigheten och korrektheten i den information som tillhandahålls av en emittent i samband med en emission, till skillnad från vad som gäller i fråga om prospektansvar. Detta innebär att en investerare i en företagsobligationsemission som lidit en skada på grund av brister eller felaktigheter i emissionsdokumentationen får förlita sig på allmänna skadeståndsrättsliga regler om vilseledande marknadsföring, vilket sannolikt är behäftat med väsentliga osäkerheter och kostnader.[104]

101. Information inhämtad i de intervjuer som genomförts under våren 2022, se avsnitt 1.3.
102. Se t.ex. IOSCO Methodology Assessment princip 16 (»There should be full, accurate and timely disclosure of financial results, risk and other information which is material to investors' decisions«) samt OECD (2015), *G20/OECD Principles of Corporate Governance*, OECD Publishing, avsnitt V, s. 37 (»The corporate governance framework should ensure that timely and accurate disclosure is made on all material matters regarding the corporation, including the financial situation, performance, ownership, and governance of the company«).
103. Se vidare avsnittet om likabehandling nedan samt, avseende regleringslogiken bakom likabehandlingskrav på aktiemarknaden och kopplingen till investerarnas förtroende för marknaden, diskussionen jag för i Lidman (2020), *Kontrollägande och uppköpsreglering*, Corporate Governance Forum, s. 244 ff.
104. Jfr. härvid Finansinspektionens analys av prospektansvaret, i vilken det konstateras att många aktörer anser att det saknas eller finns små möjligheter att utkräva skadeståndsansvar av juridiska personer för information i ett prospekt, eller att rättsläget är svårt att bedöma, *även i fall när reglerna om prospektansvar är tillämpliga*. Finansinspektionen (2021), *Konsekvenserna av ett utsträckt prospektansvar för juridiska personer*, tillgänglig på: https://www.fi.se/sv/publicerat/rapporter/rapporter/2021/konsekvenser-av-ett-utstrackt-prospektansvar-for-juridiska-personer/.

4.2. Ökad jämförbarhet mellan obligationsvillkoren?

Som framgått förekommer betydande variationer i fråga om såväl användandet som utformningen av kovenanterna i svenska obligationer,[105] och enligt uppgift från investerare gäller detsamma för utformningen av obligationsvillkoren i övrigt,[106] vilket till exempel kraftigt skiljer sig från förhållandena på aktiemarknaden, där en aktie i princip är en aktie.[107] Detta synes gälla trots att föreningen Svensk värdepappersmarknads mallvillkor vunnit bred tillämpning på marknaden. Finansinspektionen, Riksgälden och Riksbanken har, som beskrivits, mot denna bakgrund tagit initiativ till en svensk benchmarkstandard för att åstadkomma ökad standardisering, som dock synes ha haft ett begränsat genomslag.[108] Frågan är om det bör uppställas några krav eller riktlinjer riktade mot obligationsvillkorens utformning, vilken idag i allt väsentligt är oreglerad.[109]

Utgångspunkten i fråga om utformningen av obligationsvillkoren är avtalsfrihet, och det bör först och främst framhållas att inskränkningar i denna avtalsfrihet nog från de flesta perspektiv framstår som mindre lyckade. Det måste i varje fall som utgångspunkt antas att avtalsfriheten leder till effektiva finansieringslösningar för både investerare och företag. Traditionen i svensk civilrätt är mot denna bakgrund att endast begränsa avtalsfriheten när partsförhållandena i en typ av avtalssituation är ojämna (t.ex. konsumentskydd) eller vid marknadsmisslyckanden (t.ex. när negativa externaliteter uppstår).[110]

Utifrån vad som presenterats i avsnitt 2 framstår partsförhållandena på den svenska företagsobligationsmarknaden förhållandevis jämbördiga. Konkurrensen på både emittent- och investerarsidan är relativt god, och de allra flesta investerare är stora och professionella. Som diskuterats i föregående avsnitt 4.1 verkar det emellertid som att investerare på förstahandsmarknaden inte alltid erhåller den information som krävs för att göra en fullständig och korrekt bedömning av värdet på och riskerna knutna till de obligationer som de överväger att investera i, vilket bör betraktas som ett marknadsmisslyckande.[111] På motsvarande vis kan man överväga om kraftiga variationer i obligationsvillkoren skapar informationsasymmetrier mellan investerare och emittent. Som framgått av avsnitt 3 är emissionsprocessen inte reglerad när undantagen i prospektförordningen är tillämpliga, och en följd

105. Se avsnitt 2.5.
106. En empirisk analys av skillnader i obligationsvillkor, som ofta är dokument på hundra sidor eller mer, låter sig svårligen genomföras, eftersom även mycket små språkliga skillnader kan ge upphov till betydande olikheter i fråga om villkorens innebörd.
107. Det finns givetvis avvikelser från detta genom preferensaktier och röstvärdesskillnader, men likväl är den stora volymen av de aktier som handlas i svenska noterade bolag oftast av ett eller ett par olika slag, där alla aktier är lika inom respektive aktieslag och där skillnaderna mellan aktieslagen är tydliga.
108. Se avsnitt 2.7.
109. Som framgått av avsnitt 3 finns ingen positiv reglering för obligationsvillkoren, men den reglering som beskrivs i avsnitt 3 uppställer förstås vissa negativa gränser avseende vad som får föreskrivas i obligationsvillkoren.
110. Hellner skrev t.ex. att utgångspunkten i civilrätten är att »*lagreglerna utgår från att avtalsfrihet bör råda vid avtal mellan jämställda parter*« men att interventioner i avtalsfriheten kan vara motiverade för att förhindra »*part att, om möjlighet finns, utnyttja en maktställning för att otillbörligt tillgodose sina intressen på den andra partens bekostnad*«, se Hellner (1990), *Lagstiftning inom förmögenhetsrätten*, Juristförlaget, s. 68–69.
111. För en översikt kring inkomplett information som marknadsmisslyckande, se t.ex. Mihalache & Bodislav (2019), *Government failure vs. Market failure. The implications of incomplete information*, Theoretical and applied Economics, XXVI(2), s. 91–104.

därav är att perioden från det att en investerare kontaktas av en bank med ett erbjudande om att delta i en obligationsemission till det att böckerna är stängda kan vara mycket kort. Denna tidspress i kombination med obligationsvillkorens omfattning och variation gör att investerare inte alltid ges rimliga förutsättningar att analysera och förstå villkoren.

Det kan förstås igen hävdas att en sådan investerare alltid kan avböja att investera, men samtidigt framstår det som att problematiken till relativt låga kostnader också kan minskas, om än kanske inte avhjälpas. Finansinspektionens benchmarkstandard är ett exempel på en åtgärd som kan tänkas driva mot att öka standardiseringen utan att begränsa avtalsfriheten (s.k. *nudge*).[112] Ett annat exempel på en mindre ingripande åtgärd för att minska problematiken skulle kunna vara den regleringsmodell som t.ex. används av Kollegiet för svensk bolagsstyrning avseende Svensk kod för bolagsstyrning – *'comply or explain'*, eller *»följ eller förklara«*, genom att en standard tjänar som utgångspunkt i hur villkoren presenteras.[113] Detta skulle exempelvis kunna ske genom ett icke-normativt utpekande av vissa villkor som *oftast* tillämpas i svenska företagsobligationer (t.ex. huvudprinciperna i Svensk värdepappersmarknads mallvillkor[114]) som en standard för svenska obligationsvillkor, eller obligationsvillkor av en viss typ (t.ex. high-yield). Om obligationsvillkoren i en viss emission använder sig av standardvillkoren anges endast detta. Om obligationsvillkoren avviker från standardvillkoren anges istället det, med en kort förklaring om varför.

En annan variant för att hantera problemet som uppstår när investerare inte får möjlighet att analysera obligationsvillkoren vore möjligen att föreskriva att de måste ges ett skäligt rådrum från det att de tillhandahålls investeringsunderlaget avseende en emission till dess att böckerna stängs.[115] En sådan lösning skulle dock behöva ta hänsyn till att emittenten i vissa fall kan vara under stor tidspress för att åstadkomma en finansieringslösning, särskilt som investerare i vissa fall (exempelvis vid tap-issue eller emission inom ett MTN-pro-gram) knappast kan antas vara i behov av särskilt långt rådrum.

4.3. Likabehandling av obligationsinnehavare

När regler om likabehandling av aktieägare infördes på aktiemarknaden för första gången,[116] i Näringslivets Börskommittés rekommendation rörande offentliga uppköpserbjudanden från 1971, var huvudmotivet att säkra att alla aktieägare skulle ha tillgång till lika information på lika villkor.[117] Det antogs nämli-

112. Se t.ex. Karampatzos (2020), *Private Law, Nudging and Behavioural Economic Analysis*, Routledge.
113. Se Svensk kod för bolagsstyrning, s. 4, tillgänglig på https://www.bolagsstyrning.se/koden/gallande-kod.
114. Se avsnitt 3.4.
115. Jfr. t.ex. de regler som gäller enligt prospektreglerna där prospektet ska göras tillgängligt för allmänheten minst sex arbetsdagar innan erbjudandet löper ut (artikel 21.1 andra stycket i prospektförordningen), samt tidsfristerna som enligt Aktiemarknadens självregleringskommittés takeover-regler för såväl reglerad marknad som för vissa handelsplattformar gäller för acceptfrist (minst tre veckor från att erbjudandehandlingen offentliggjorts enligt II.7) och vid revidering av ett lämnat erbjudande (som bara får ske om det efter ändringen återstår minst två veckor av acceptfristen, II.9).
116. Här förstås att skilja från likhetsprincipen och generalklausulerna i 4 kap. 1 §, 7 kap. 47 § och 8 kap. 41 § ABL.
117. Se punkten II.3 i Näringslivets Börskommittés Rekommendationer rörande offentliga erbjudanden om aktieförvärv i och för samgående mellan bolag från 1971: »Principen om lika behandling av alla ägare av ett och samma slags aktier gäller först och främst i informationshänseende. Ingen aktieägare skall beredas för-

gen vara än mer skadligt för förtroendet på marknaden att vissa aktieägare fick mer information än andra än att aktieägarna generellt fick för lite information.[118] Ett krav på likabehandling, beroende på innebörd, är med en sådan tolkning också ett sätt att komma tillrätta med i varje fall delar av de informationsproblem som behandlats i avsnitt 4.1 och 4.2. Inkluderas i detta ett krav på *tidsmässig likabehandling*, i den mening att alla obligationsinnehavare som utgångspunkt ska få tillgång till samma information vid samma tillfälle, kan ett krav på likabehandling också bidra till mer strukturerade processer i samband med exempelvis emissioner och obligationsåterköp.

Som framgått i avsnitt 3.5 finns en princip om likabehandling av obligationsinnehavare i 18 kap 3 § lagen om värdepappersmarknaden som implementerar artikel 18.1 i öppenhetsdirektivet. Som Hellner konstaterar är emellertid en allmän princip om likabehandling tämligen svårtillämpad, eftersom en princip om att »*lika skall behandlas lika* […] *i och för sig är tom, eftersom den förutsätter att man redan avgjort vad som skall betraktas som lika*«.[119] För att en sådan princip ska få någon innebörd måste den således på ett eller annat sätt fyllas ut. Som berörts i avsnitt 3.5 synes en direktivkonform tolkning av bestämmelsen innebära att principen ska tillämpas i fråga om den information obligationsinnehavarna får (i linje med vad som sagts i föregående stycke), medan ordalydelsen i 18 kap 3 § snarare talar för en vidare tolkning. Hur principen ska förstås får därmed anses vara oklart, vilket sannolikt begränsar principens praktiska genomslag.

Att det har betydelse för investerarförtroendet för en marknad att de som investerat på lika villkor bör behandlas lika av det bolag investeringen avser är nog för de flesta okontroversiellt.[120] Från ett regleringsperspektiv kan det därmed övervägas om innebörden av likabehandlingsprincipen på obligationsmarknaden bör utvecklas för att den ska få större genomslag i praktiken. Detta blir inte minst relevant mot bakgrund av hur snabbt marknaden vuxit och utvecklats, och hur heterogen den blivit. Även här kan sannolikt den regleringsmetod som finns inom självregleringen på aktiemarknaden tjäna som inspiration. Såväl takeover-direktivet som Aktiemarknadens självregleringskommittés takeover-regler innehåller först och främst ett principstadgande om likabehandling av målbolagsaktieägare, liknande vad som kommer till uttryck för obligationsinnehavare i lagen om värdepappersmarknaden.[121] Denna princip fylls dock därutöver utförligt ut genom detaljbestämmelser i takeover-reglerna, samt genom Aktiemarknadsnämndens praxis.[122] Det synes i varje

del genom att särskilt gynnas beträffande relevanta upplysningar«.

118. Se Lidman (2020), *Kontrollägande och uppköpsreglering*, Corporate Governance Forum, avsnitt 4.2.3.
119. Se Hellner (1990), *Lagstiftning inom förmögenhetsrätten*, Juristförlaget, s. 182.
120. Att belägga detta empiriskt eller teoretiskt är en komplicerad fråga, och jag får här stanna vid detta antagande. För en diskussion om sambandet mellan likabehandling och investerarförtroende, se Lidman (2020), *Kontrollägande och uppköpsreglering*, Corporate Governance Forum, s. 244 ff. med referenser. Se dock normativt IOSCO Methodology Assessment, princip 17 (»Holders of securities in a company should be treated in a fair and equitable manner«) samt OECD (2015), *G20/OECD Principles of Corporate Governance*, OECD Publishing, princip I och II (notera dock att dessa principer avser aktier).
121. Se direktiv 2004/25/EG om uppköpserbjudanden artikel 3.1(a) som upprepas i inledningen till Aktiemarknadens självregleringskommittés takeover-regler för både reglerade marknader och handelsplattformar samt i punkten II.10.
122. Se särskilt punkterna II.11–16 i takeover-reglerna. Aktiemarknadsnämnden har berört frågor om likabehandling av målbolagsaktieägare i hundratals uttalanden.

fall inte finnas några uppenbara skäl till varför en sådan modell, där man genom självregleringen fyller ut innebörden av den lagstadgade principen om likabehandling i lagen om värdepappersmarknaden, skulle vara mindre lämplig på företagsobligationsmarknaden än aktiemarknaden. Några frågor gällande innebörden av kravet på likabehandling som sannolikt behöver förtydligas är t.ex. vad som ska gälla i fråga om informationsutbyten mellan emittent (eller agent) och obligationsinnehavarna, under vilka former återköp och inlösen får göras, samt hur kravet ska tillämpas vid villkorsändringar (exempelvis i fråga om consent fee).

4.4. Emittentens informationsgivning

Även om lagen om värdepappersmarknaden idag fordrar att en emittent ska behandla obligationsinnehavare lika, synes det finnas anledningar att förtydliga vad detta innebär i praktiken. På samma sätt verkar det förhålla sig i fråga om emittenters löpande informationsgivning.

En emittent vars obligationer är upptagna till handel på en reglerad marknad eller MTF är skyldig att offentliggöra insiderinformation enligt artikel 7 och 17 i MAR (se avsnitt 3.2). Offentliggörandeskyldigheten enligt MAR är emellertid notoriskt komplicerad, och därtill avser i princip all praxis och litteratur på området offentliggörande av insiderinformation beträffande emittenter av aktier. Om en emittent har både aktier och obligationer upptagna till handel är problemet sannolikt inte särskilt stort. Givet hur känslig aktiekursen är relativt kursen i en obligation är det svårt att föreställa sig att information annan än sådan som knyter direkt till själva obligationerna som värdepapper (t.ex. information om en planerad villkorsändring eller ett planerat återköp) skulle betraktas som insiderinformation i förhållande till obligationer men inte aktier. Men för bolag som endast har obligationer upptagna till handel finns i princip ingen vägledning alls.

Här kan således vägledning för emittenterna och deras rådgivare i någon form antas vara av betydelse för att säkra transparens och investerarskydd på marknaden. Eftersom MAR utgör en EU-rättslig förordning är det emellertid svårt att tänka sig att sådan vägledning skulle kunna ske genom reglering avsedd att vara normativ. En form av vägledning kan emellertid tänkas komma genom forskning och kunskapsutveckling i den juridiska doktrinen.[123] En annan kan tänkas vara genom väl underbyggda och icke-bindande rekommendationer, t.ex. av den art som ESMA och Finansinspektionen offentliggjort i sina »frågor och svar«.[124] Några frågor som i ett sådant sammanhang skulle vara av intresse att tydliggöra skulle sannolikt vara:

1. vilka typer av information som i princip alltid utgör insiderinformation (t.ex. betydande risk för betalningsinställelse, planerade ändringar av obligationsvillkor, planerade återköp, betydande risk för sänkt och möjligen också höjt kreditbetyg),
2. hur informationsgivning bör hanteras när det föreligger risk för obestånd,
3. om och när positiv information om bolagets utveckling kan tänkas utgöra insiderinformation, samt
4. huruvida bedömningen av vad som utgör insiderinformation skiljer sig beroende på typ av emittent (t.ex. emittenter med ett

123. I juni 2022 startade, med Svensk värdepappersmarknads stöd, Stockholm Centre for Commercial Law ett forskningsprojekt avseende regleringen av marknaden för företagsobligationer, och en from förhoppning är att frågorna där kommer att belysas.

124. Se Finansinspektionen (2019), Frågor och svar om insiderinformation, samt ESMA (2021), *Questions and Answers On the Market Abuse Re-gulation (MAR)*, båda tillgängliga på: https://www.fi.se/sv/marknad/emittenter/insid erinformation/.

kreditbetyg i investment grade jämfört med non-investment grade).

4.5. Reglering av agentens roll

Som redogjorts för i avsnitt 2.6 utses för de flesta svenska non-investment grade-obligationer en agent med uppgift att agera ombud för obligationsinnehavarna och ta tillvara deras intressen som investerakollektiv, med fullmakt att företräda obligationsinnehavarna i förhållande till emittenten. Utöver allmänna regler om sysslomän och fullmakter finns ingen specifik reglering avseende agentens roll och skyldigheter. Som berörts utses emellertid agenten formellt av emittenten, och i praktiken utifrån den arrangerande bankens rekommendation (alternativt fullgörs agentuppdraget direkt av den arrangerande banken).

Det bör understrykas att några uppgifter om agenter som agerat i strid med obligationsinnehavarnas intresse i princip inte erhållits vid intervjuerna som genomfördes under våren 2022.[125] Den potentiella intressekonflikten här är emellertid uppenbar: agenten har i uppdrag och är skyldig att agera i obligationsinnehavarnas intresse, men utses och arvoderas av obligationsinnehavarnas motpart, vilket närmast är en typsituation av intressekonflikt (agent-problemet[126]) som ofta (bör) regleras på finansmarknaden.[127] I Danmark och Finland finns idag särskild lagstiftning angående agentens roll och lojalitet, och i Norge, där agenter förekommit på marknaden sedan 1993 då Norsk tillitsmann ASA grundades (idag Nordic Trustee), regleras agenterna genom rättspraxis.[128] Den finska lagen är utförlig och behandlar bl.a. val av agent, agentavtalets rättsverkan, krav på att agenten ska behandla obligationsinnehavarna lika, agentens rätt att på olika sätt företräda obligationsinnehavarna, samt agentens informationsplikt i förhållande till obligationsinnehavarna.[129] Givet den potentiella intressekonflikten som ligger i agenternas uppdrag framstår det som motiverat att överväga att i någon form införa liknande reglering i Sverige.

4.6. Kreditbetyg

Som beskrivits i avsnitt 2.2 har kreditkvalitén på den svenska marknaden sjunkit, framför allt sedan 2009, och en betydande andel av de

125. Se avsnitt 1.3 ovan angående dessa intervjuer.
126. Se bl.a. Williamson (1964), *The Economics of Discretionary Behavior: Managerial Objectives in a Theory of the Firm*, Prentice Hall; Jensen & Meckling (1976), *Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure*, Journal of Financial Economics, 3(4), s. 305; Fama & Jensen (1983), *Separation of ownership and control*, Journal of Law and Economics, 26(2), s. 301; samt Fama & Jensen (1983), *Agency problems and residuals claim*, Journal of Law and Economics, 26(2), s. 327.
127. Se t.ex. IOSCO Methodology Assessment, 2017, princip 8 (»The Regulator should seek to ensure that conflicts of interest and misalignment of incentives are avoided, eliminated, disclosed or otherwise managed«) samt s. 48 ff., och OECD (2015), *G20/OECD Principles of Corporate Governance*, OECD Publishing, princip III.D (»The corporate governance framework should require that proxy advisors, analysts, brokers, rating agencies and others that provide analysis or advice relevant to decisions by investors, disclose and minimise conflicts of interest that might compromise the integrity of their analysis or advice.«). I litteraturen, se t.ex. Ross (1973), *The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem*, The American Economic Review, 63(2), s. 134, samt Chen (2018), *Legal Aspects of Conflicts of Interest in the Financial Services Sector in the EU and China: The XYZ of Norm-making*, Juridiska institutionen, Stockholms universitet, s. 41 ff.
128. Se den finska lagen 25.8.2017/574 om ombud för obligationsinnehavare och den danska förordningen om »repræsentant« i dansk lag LBK nr 1 229 af 07 september 2016. Se för Norsk rätt bl.a. Høyesterettens domar HR-2010-00568-A samt HR-2010-01489-U.
129. Se även propositionen till den finska lagen för en omfattande diskussion om agentens roll och ställning, proposition RP 48/2017 rd.

svenska obligationerna saknar kreditbetyg. Av samtliga emissioner som genomfördes mellan 2000 och 2021 saknade hela 46 procent kreditbetyg, vilket är flera gånger högre än jämförbara marknader.[130]

En anledning till den stora andelen obligationer utan kreditbetyg i Sverige är sannolikt att det är förenat med en betydande kostnad att erhålla ett betyg från de stora internationella kreditvärderingsinstituten (S&P, Moody's och Fitch). Enligt uppgift från S&P uppgår kostnaden för ett kreditbetyg generellt till 0,071 procent av det totala transaktionsvärdet, med ett golv på 110 000 dollar, vilket i praktiken innebär att alla emissioner under 155 miljoner dollar kommer att medföra en kostnad på över 0,071 procent.[131] Därtill tillkommer också årliga kostnader per emittent. För en obligationsemission på 60 miljoner dollar (vilket var medianstorleken i Sverige 2021) skulle kostnaden vara 0,183 procent (drygt en miljon kronor). En annan anledning till den stora andelen obligationer utan kreditbetyg i Sverige kan också vara att det finns ett samband mellan företagets storlek och erhållet kreditbetyg, där ett större företag normalt erhåller ett högre kreditbetyg än ett mindre (allt annat lika), vilket ytterligare avskräcker mindre bolag från ett erhålla kreditbetyg.[132] En tredje bidragande faktor kan sannolikt också antas vara marknadspraxis. Fram till 2016–2018 utfärdade flera svenska banker (främst Nordea, Handelsbanken, SEB och Swedbank) s.k. shadow-ratings, genom vilka de gav emittenter kreditbetyg på en skala motsvarande den som används av t.ex. S&P och Moody's. Denna verksamhet tvingades dock upphöra efter att ESMA 2018 gjorde bedömningen att den stred mot förordningen om kreditvärderingsinstitut (nr 462/2013, CRAR).[133] Efter att bankernas shadow-ratingverksamhet upphörde ersattes dock detta inte med en ökad användning av officiella ratings.

Utvecklingen på marknaden bör sannolikt betraktas som oönskad från ett samhällsekonomiskt perspektiv av flera skäl. Genom att ha ett kreditbetyg anses vanligen emittenterna bygga upp ett rykte om att vara transparenta, trovärdiga och pålitliga gentemot investerare. Det utökar också antalet potentiella köpare, eftersom många institutionella investerare och investeringsindex allokerar kapital baserat på kreditbetyg.[134] Kreditbetyg gör det därtill möjligt för investerare att bättre kvantifiera den risk som är förknippad med ett värdepapper och kan hjälpa tillsynsmyndigheter att bedöma den totala marknadsrisken.

Att vidta åtgärder för att stimulera till ökat användande av kreditbetyg synes således önskvärt, och frågan blir då hur. Att införa *krav* på kreditbetyg för obligationsemittenter (eller en kategori därav) framstår inte som proportionellt – med hänsyn till att en delförklaring till den låga andelen emittenter sannolikt är kostnaden för ett kreditbetyg skulle ett sådant krav riskera att stänga många, särskilt mindre, emittenter ute från marknaden. Med medvetenhet om hur mindre emittenter »straffas« i kreditbetygssättningen och att det därmed finns ett särskilt behov av analyser av mindre företags kreditvärdighet, samt att

130. Se figur 6 i avsnitt 2.2.
131. Siffrorna bygger på transaktioner med amerikanska företag.
132. Storleken på ett företag (t.ex. total försäljning) är en av de fem faktorer som Moody's använder för att tilldela sina kreditbetyg, se OECD (2021), *The Future of Corporate Governance in Capital Markets Following the COVID 19 Crisis*.
133. ESMA (2018), *ESMA Fines Five Banks €2.48 Million For Issuing Credit Ratings Without Authorisation*, tillgänglig på https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-fines-five-banks-%E2%82%AC248-million-issuing-credit-ratings-without-authorisation.
134. Se Çelik, Demirtaş & Isaksson (2020), *Corporate Bond Market Trends, Emerging Risks and Monetary Policy*, OECD Capital Market Series, s. 28.

kostnaden sannolikt är ett hinder för många emittenter från att erhålla kreditbetyg, har vissa länder emellertid valt att införa ett system där kreditbetyg tillhandahålls nationellt till en lägre kostnad.[135] En utgångspunkt här torde vara att mindre emissioner vanligtvis inte är avsedda för stora, internationella investerare som skulle kräva ett kreditbetyg från minst ett av de etablerade ratinginstituten, och att det därmed kan fylla en viktig funktion att ha lättillgänglig information som kan hjälpa mindre och nationella investerare samt tillsynsmyndigheter att bedöma kreditrisken. I Frankrike tillhandahåller till exempel *Banque de France* en form av kreditbetyg för enskilda företag mot en avgift genom FIBEN-systemet.[136] En startpunkt för en sådan ordning finns också i Sverige genom Nordic Credit Rating, som är ett nationellt kreditvärderingsinstitut som tillhandahåller kreditbetyg till en lägre kostnad än de internationella instituten. En annan åtgärd som skulle kunna tänkas bidra till ökat användande av kreditbetyg, alternativt bättre förståelse för varför emittenter inte erhåller kreditbetyg, vore möjligen den 'följ eller förklara' modell som diskuterats i avsnitt 4.2 varigenom emittenter skulle vara skyldiga att antingen erhålla ett kreditbetyg, eller förklara varför de valt att inte göra det.

4.7. Något om likviditet på den svenska företagsobligationsmarknaden

I de föregående avsnitten har ett antal konkreta problem på företagsobligationsmarknaden uppmärksammats avseende emittenternas informationsgivning i samband med emissioner, den varierande utformningen av obligationsvillkoren, oklarhet i fråga om kravet på emittenter att behandla obligationsinnehavarna lika och emittentens löpande informationsgivning, avsaknad av reglering avseende agentens roll och ansvar, samt den höga andelen obligationer utan kreditbetyg. Dessa är alla relativt konkreta problem där reglering kan ha en tydlig funktion och några exempel på vilken funktion reglering kan ha i att hantera dem har också presenterats. Den rättspolitiska diskussionen om företagsobligationsmarknaden idag fokuserar dock ofta på mer principiella frågor, och såväl Riksbanken, Riksgälden som Finansinspektionen har pekat på likviditetsbrist som ett av de största problemen med den svenska företagsobligationsmarknaden.[137]

Som visats i avsnitt 2.7 är likviditeten på marknaden inte särskilt hög, och det ska förstås först konstateras att detta *är* ett problem. Låg likviditet leder till högre spreadar, högre kapitalanskaffningskostnader för emittenterna, och uppenbara likviditetsrisker för investerare.[138] Likviditet är emellertid ett större och

135. White uppskattar att det finns cirka 100 ratinginstitut globalt, se White (2019), *The Credit Rating Agencies and Their Role in the Financial System*, i The Oxford Handbook of Institutions of International Economic Governance and Market Regulation. I Tyskland finns t.ex. sex lokala ratinginstitut, i Italien och Polen tre, och i Spanien två (se listan på https://www.esma.europa.eu/credit-rating-agencies/cra-authorisation, per den 1 januari 2023).
136. Se https://www.fiben.fr/page-sommaire/analyse-du-risque.
137. Se Wollert (2020), *Swedish Corporate bonds during the coronavirus pandemic*, Sveriges Riksbank Staff memo; Thedéen (2021), *Obligationsmarknaden måste ha högre likviditet*, debattartikel i Dagens industri den 9 juni 2021; samt det för Riksbanken, Riksgälden och Finansinspektionen gemensamma initiativet till en svensk benchmarkstandard för företagsobligationer, tillgängligt på https://www.riksgalden.se/sv/press-och-publicerat/artiklar/2022/dags-for-en-svensk-benchmarkstandard-for-foretagsobligationer/.
138. Se bl.a. Longstaff, Mithal & Neis (2005), *Corporate Yield Spreads: Default Risk or Liquidity? New*

mer abstrakt problem än de som behandlats i det föregående, och det är betydligt svårare att avgöra om, och i så fall hur, reglering kan och bör användas för att kunna öka likviditeten. Med marknadslikviditet avses i ekonomisk teori vanligen ett mått på marknadsdeltagarnas möjligheter att genomföra transaktioner i marknaden utan att därigenom utlösa prisförändringar.[139] En likvid obligationsmarknad kan således sägas vara en marknad som möjliggör köp och försäljning av stora kvantiteter av värdepapper (i princip) när som helst och till låga transaktionskostnader.[140] Två viktiga förutsättningar för likviditet kan därmed sägas vara att marknaden har (1) *en välfungerande transparens och infrastruktur* (vilket bidrar till låga transaktionskostnader), samt (2) *en stor, bred och heterogen investerarbas*.[141] Sett från detta perspektiv blir det tydligt att en viktig roll för regleringen i att främja likviditet är att säkra en god infrastruktur och transparens, och därmed sänka transaktionskostnaderna på marknaden. Flera av de åtgärder som presenterats i avsnitt 4.1–4.6 ovan kan sägas vara av denna art. Ökad informationsgivning i samband med emissioner ger investerare ett bättre underlag och sänker informationsinhämtningskostnaderna (avsnitt 4.1). Detsamma kan tänkas bli fallet genom ökad jämförbarhet i fråga om obligationsvillkor (avsnitt 4.2), bättre löpande informationsgivning (avsnitt 4.4) och ökad användning av kreditbetyg (avsnitt 4.6). Tydligare krav på likabehandling och reglering av agenten är ägnade att stärka investerarskyddet (avsnitt 4.3 och 4.5) och bör i teorin kunna leda till minskade informationsinhämtningskostnader samt minskade förhandlings- och övervakningskostnader (*bargaining* och *policing costs*).

Genom att sänka transaktionskostnaderna på företagsobligationsmarknaden kan således regleringsinitiativ som de som nu diskuteras tänkas bidra till att höja likviditeten på marknaden (förutsättning (1) för likviditet i föregående stycke). Om dessa kostnader idag bidrar till att avskräcka investerare från marknaden kan det rentav tänkas bidra till förutsättning (2), att marknaden får en större, bredare och mer heterogen investerarbas. Frågan är dock hur likvid marknaden kan förväntas bli. Likviditeten på obligationsmarknader runt om i världen är typiskt sett väsentligt lägre än på aktiemarknaderna, och även om likviditeten i Sverige är betydligt sämre än i exempelvis Förenta staterna, Frankrike och Tyskland är den inte väsentligt sämre än det europeiska snittet.[142] En förklaring till obligationsmarknadernas generellt låga likviditet torde vara att

Evidence from the Credit Default Swap Market, The Journal of Finance, 60(5), s. 2213–2253; Chen, Lesmond & Wei (2007), *Corporate yield spreads and bond liquidity*, The Journal of Finance 62(1), s. 119–149; samt Bao, Pan & Wang (2011), *The illiquidity of corporate bonds*, The Journal of Finance 66(3), s. 911–946.

139. Se t.ex. ECB Financial Stability Review, juni 2007, s. 81–83.

140. Se för en litteraturöversikt på området Vayanos & Wang (2013), *Market Liquidity—Theory and Empirical Evidence*, i Handbook of the Econom-ics of Finance, s. 1289–1361.

141. Se t.ex. Jian (2021), *The Importance of Investor Heterogeneity: An Examination of the Corporate Bond Market*, The University of Chicago Dissertations Publishing; Chan, Cheng & Hameed (2022), *Investor Heterogeneity and Liquidity*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 57(7), s. 2798; samt Hing & Chow (2022), *Influence of institutional investor heterogeneity on stock liquidity and its underlying liquidity channels*, International Journal of Business and Emerging Markets, 14(3), s. 252.

142. Se IOSCO (2017), E*xamination of liquidity of the secondary corporate bond markets*, FR05; ESMA (2021), *EU Securities Markets: ESMA Annual Statistical Report 2021*, tillgänglig på https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-2004_eu_securities_markets_asr_2021.pdf; samt IOSCO (2022), *Corporate bond markets – drivers of liquidity during COVID-19 induced market stresses*, OR02.

företagsobligationer ger en fast positiv avkastning och marknadsvärdet på en obligation, så länge bolaget inte riskerar insolvens, saknar koppling till den positiva utvecklingen i emittentens verksamhet på det sätt aktier gör. Utrymmet för att spekulera i kursuppgångar i obligationer blir därmed tämligen begränsat, vilket gör instrumenten mindre intressanta för många investerarkategorier. Företagsobligationer är för många investerare, bland annat mot denna bakgrund, ett »buy-and-hold« instrument som investerare inte sällan behåller till dess att de förfaller.[143] Som nämnts används också företagsobligationer ofta för *liability matching* för investerartyper som därigenom »konsumerar« likviditet snarare än tillhandahåller den.[144] Att likviditeten på marknaden för svenska företagsobligationer är lägre än på t.ex. aktiemarknaden är således i sig inte anmärkningsvärt, och som framgår i avsnitt 2.7 är likviditeten på den svenska marknaden endast marginellt sämre än i EES i stort.[145] Uppseendeväckande är dock den mycket kraftiga nedgången i omsättningsvolym som kan observeras under 2022 (se figur 18), som exempelvis inte syntes i Israel (figur 25).

Mot denna bakgrund kan frågan ställas om ökad likviditet kan vara ett direkt regleringsmål, eller om likviditet snarare bör betraktas som en potentiell positiv »bieffekt« av undanröjande av problem och marknadsmisslyckanden. Och om utgångspunkt i stället tas i att likviditeten är och kommer att fortsätta vara relativt låg på marknaden, bör kanske frågan vara hur konsekvenserna av den bristande likviditeten ska hanteras, snarare än den bristande likviditeten i sig. Finansinspektionens arbete avseende *swing-pricing* i obligationsfonderna är ett exempel.[146] I aktiebolagsrätten anses vidare just möjligheten för aktieägare att sälja sina aktier i ett noterat bolag utgöra en del av aktiebolagslagens minoritetsskydd. Möjligheten att överlåta aktier gör det möjligt för en minoritetsaktieägare att lämna bolaget, om han eller hon är missnöjd med hur majoriteten i bolaget utövar sin makt.[147] Ett sådant perspektiv talar kanske också för att kravet på likabehandling av obligationsinnehavare, som en annan viktig del i skyddet för en minoritet av investerare i förhållande till majoriteten, bör tillmätas särskild betydelse.

4.8. Pristransparens

Pristransparensen har som redogjorts för i avsnitt 3 minskat till följd av genomförandet av MiFID II och MiFIR under 2018. Som ett svar på denna utveckling gav Finansinspektionen föreningen Svensk Värdepappersmarknad i uppdrag att utreda hur transparensen kan förbättras, vilket resulterade i en rekommendation om transparens på obligationsmarknaden, som gäller frivilligt utöver de obligatoriska reglerna i MiFID II och MiFIR.[148] Under våren 2022 genomförde Svensk Värdepappersmarknad en uppföljning av rekommendationen genom en enkätundersökning till alla aktörer som deltar i rapporteringen samt vissa andra intressenter. Tjugo aktörer svarade på enkäten och den absoluta merparten ansåg att transparensen på företagsobligationsmarknaden ökat genom rekommendationen, att konsekvenserna av den ökande transparensen varit positiva, och att de inte upplevt några negativa konsekvenser av rekommendationens krav.[149]

143. Jfr. Wollert (2020), *Swedish Corporate bonds during the coronavirus pandemic*, Sveriges Riksbank Staff memo.
144. Se avsnitt 2.7.1.
145. Se figur 18 och anslutande text.
146. Se avsnitt 2.7.1.
147. Se t.ex. prop. 2004/05:85 s. 250.
148. Se avsnitt 3.3 ovan.
149. Utvärderingen är tillgänglig på: https://svenskvardepappersmarknad.se/wp-content/uploads/

Därtill pågår för närvarande en revidering av MiFID II, bland annat i syfte att förbättra pristransparensen på marknaderna. Kommissionen presenterade sitt förslag till ändringsdirektiv i början av 2021,[150] och den svenska regeringens inställning var att man »välkomnar kommissionens förslag och ser positivt på åtgärder för att förbättra transparensen på värdepappersmarknaden, i synnerhet när det gäller obligationsmarknaden.«[151] EU-parlamentet presenterade sin preliminära inställning till förslaget i juli 2022,[152] och förhandlingarna väntar.

Att pristransparensen på den svenska marknaden är låg och har försämrats genom MiFID II är sammanfattningsvis tydligt, och åtgärder för ökad transparens bör sannolikt vara ett mål för obligationsmarknadsregleringen.[153] Men åtgärder för att komma till rätta med problemen har vidtagits på både svensk och europeisk nivå. Det förefaller således idag som lämpligt att avvakta med ytterligare åtgärder i väntan på de pågående processerna.

5. Sammanfattning

Fram till 2008 var den svenska företagsobligationsmarknaden av mindre betydelse som finansieringskälla för icke-finansiella företag, och dominerades av en handfull stora och etablerade industriföretag. Under de senaste tjugo åren, och särskilt sedan finanskrisen 2008, har emellertid marknaden utvecklats och vuxit kraftigt, både sett till marknadskapitalisering och antal bolag som använder sig av marknaden för sin lånefinansiering. Mellan 2000 och 2008 uppgick de icke-finansiella företagens emissioner till i genomsnitt 6,0 miljarder dollar per år. Denna siffra fördubblades till 12,3 miljarder dollar under perioden 2009–2021. I slutet av 2021 var det totala utestående beloppet för icke-finansiella företagsobligationer 77 miljarder dollar, vilket är mer än dubbelt så mycket som i slutet av 2008. Finansiering genom emission av företagsobligationer (och andra liknande skuldinstrument), har också under perioden ökat mer än företagens banklån, och således ökat som andel av företagens totala skuldfinansiering. Efter att ha legat stabilt lågt, mellan 9 procent och 11 procent mellan 2000 och 2012, hade den marknadsbaserade skuldfinansieringen ökat till 16 procent av bolagens lånefinansiering för år 2020.

Marknaden har också utvecklats väsentligt på emittent- och emissionsnivå. Mellan åren 2000 och 2010 var det genomsnittliga antalet emittenter åtta per år, medan genomsnittet mellan åren 2011 och 2021 var 39. Emissioner på över 500 miljoner dollar utgjorde en tredjedel av emissionerna mellan åren 2000 och 2010 (år 2007 hela 62 procent). Emissioner till ett värde om under 100 miljoner dollar utgjorde i genomsnitt inte mer än 9 procent under denna period. Medianemissionsstorleken minskade kraftigt efter 2010 och uppgick till 60 miljoner dollar 2021, vilket är en minskning med mer än 90 procent jämfört med ungefär tio år tidigare. Samma år utgjorde emissioner under 100 miljoner dollar 68 procent av den totala emissionen, medan den största kategorin (över 500 miljoner dollar) endast utgjorde fem procent. Under perioden har alltså antalet emittenter ökat betydligt samtidigt som medianemissionsstorleken har minskat, framför allt genom

2022/06/Uppfoljning-SVPM-Transparensrapportering-och-publicering.pdf

150. Se COM(2021)727, Proposal for a REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL amending Regulation (EU) No 600/2014 as regards enhancing market data transparency, removing obstacles to the emergence of a consolidated tape, optimising the trading obligations and prohibiting receiving payments for forwarding client orders.
151. Se Regeringskansliets Faktapromemoria 2021/22:FPM31, s. 2.
152. Se 2021/0385(COD).
153. IOSCO Methodology Assessment princip 35 (»Regulation should promote transparency of trading«).

en tillströmning av mindre inhemska företag, och Sverige hade år 2021 ungefär 1,5 gånger så många emittenter som den (sett till marknadsvärde mycket större) nederländska marknaden.

Obligationerna har också i allt högre utsträckning kommit att noteras i Sverige: fram till 2011 var andelen svensknoterade obligationer i princip noll, varefter den har ökat kraftigt och nått 44 procent år 2021. Marknadens tillväxt och diversifiering har dock inte lett till någon nämnvärt ökad likviditet eller transparens, vilket visade sig tydligt under våren 2020 när covid-19-pandemin bröt ut, då marknaden varken tillhandahöll likviditet eller prissättning på ett adekvat sätt och därmed visade sig vara påtagligt procyklisk, samt efter Riksbankens räntehöjningar under 2022.

Under samma period har riskprofilen också förändrats. Först och främst har kreditkvalitén på marknaden sjunkit. För obligationer som emitterades under 2021 låg det genomsnittliga volymviktade kreditbetyget strax över BBB-, vilket är historiskt lågt. Detta gäller också andelen BBB-obligationer bland investment-grade emissionerna. År 2021 utgjorde BBB-obligationer nästan 76 procent av investment-grade emissionerna, vilket är en ökning från ett genomsnitt på mindre än 11 procent under perioden 2000–2008. Den överlägset största motsvarande minskningen har skett inom kategorin obligationer med en A-rating. Därtill har en betydande andel av de svenska företagsobligationerna inget kreditbetyg alls. Av samtliga emissioner som genomfördes mellan 2000 och 2021 saknade hela 46 procent kreditbetyg. Kovenantskyddet, särskilt beträffande non-investment grade obligationer och obligationer med lägre kreditkvalité, har därtill också försvagats under perioden 2011–2021, sannolikt i vart fall delvis till följd av att investerare accepterat högre risk för ökad avkastning i en lågräntemiljö.

Två andra trender rörande riskprofil gäller löptiden på de utestående obligationerna samt andelen obligationer som emitterats med rörlig ränta. Beträffande löptiden på de utestående obligationerna är denna lägre i Sverige än det globala snittet. Den värdevägda genomsnittliga löptiden för svenska icke-finansiella företagsobligationer var 2021 8,4 år, vilket är 11 procent lägre än det globala snittet. Andelen obligationer med rörlig ränta av de totala beloppen som emitterats i Sverige har samtidigt ökat kraftigt under det senaste decenniet: från 18 procent år 2010 till 53 procent år 2021. Ur bolagets perspektiv ökar detta exponeringen för räntehöjningar. Ytterst kan detta också få konsekvenser för den finansiella stabiliteten på obligationsmarknaden i stort, om andelen skulder med rörlig ränta är hög. Om kostnadsnivåerna blir ohållbara för ett tillräckligt stort antal företag kan detta i sin tur leda till omfattande betalningsinställelser och ytterligare tryck på kapitalmarknaderna. När företag har stora skuldbelopp som förfaller till betalning inom en kort tidsperiod, vilket kortare löptider bidrar till, exponeras de för refinansieringsrisker, särskilt om detta sammanfaller med stramare ekonomiska tider i allmänhet. Om en stor andel av de totala utestående obligationerna på en marknad förfaller till betalning under en relativt kort tidsperiod som sammanfaller med att tillgången till lånefinansiering generellt minskat kan detta leda till en systemrisk för marknaden som kan förstärka en allmänt nedåtgående ekonomisk trend och påverka den reala ekonomin.

Slutligen har även investerarsammansättningen ändrats de senaste tjugo åren. En viktig utveckling är att investeringsfonderna har vuxit som investerargrupp sedan år 2012. År 2011 ägde investeringsfonderna omkring 2 procent av de totala utestående obligationerna (sett till värde), vilket ökat till 17 procent år 2020. Om man bara räknar inrikes ägande står de för 43 procent, jämfört med 6 procent 2011. Detta har till del matchats av ett minskat ägande hos banker, penningmarknadsfonder och kreditinstitut som idag står för 12 procent

av det inhemska ägandet, medan det var 46 procent 2009. Även om det direkta deltagandet av privatpersoner (hushåll) på obligationsmarknaderna är mycket lågt, har privatinvesterare således fått en ökad exponering i marknaden genom fonderna.

Marknadens utveckling är förstås mycket positiv: den öppnar upp nya möjligheter för finansiering för fler företag, särskilt små och medelstora, och ger investerare nya alternativ. Men utvecklingen har inte skett utan växtvärk. Marknaden har utvecklats från en nischmarknad för finansiering för en handfull stora industriföretag till en marknad halvannan gång så stor som aktiemarknaden, och som nu står för en betydande andel av företagens totala skuldfinansiering, dock utan någon medföljande positiv utveckling i likviditet eller transparens. Antalet icke-finansiella emittenter har under ett par decennier ökat med 800 procent, framför allt genom ett inflöde av mindre företag som gör mindre och fler emissioner med kortare löptider, rörlig ränta och sämre kovenantskydd, och därtill med lägre kreditkvalité.

Sammantaget har således marknaden fått en betydande samhällsekonomisk betydelse, samtidigt som den som helhet synes ha blivit mer exponerad för konjunktursvängningar och risken för investerare ökat. Om systemstabilitet och (eller) investerarrisk antas vara skäl för reglering väcker nog denna bild funderingar om hur regleringen av marknaden ser ut och fungerar. Regleringen har av fullt förståeliga skäl inte utvecklats i samma takt som marknaden, och på ett antal områden bör mot denna bakgrund behovet av och förutsättningar för reglering (i någon form) undersökas.

Informationsgivningen i samband med emissioner: marknadens utveckling i kombination med marknadspraxis innebär att den information ett bolag ger i samband med en emission inte omfattas av prospektregleringen eller annan motsvarande reglering. För att säkra att investerare får ett fullgott informationsunderlag i samband med emissioner och för att minska informationsasymmetrier finns det anledning att överväga om informationen som ges i samband med en emission bör regleras.

Jämförbarhet avseende obligationsvillkor: trots att Svensk värdepappersmarknads mallvillkor vunnit bred tillämpning på marknaden är variationerna mellan obligationsvillkor stora, bland annat avseende kovenanter. Det kan övervägas om regleringsåtgärder bör vidtas för att underlätta analys och jämförbarhet mellan obligationsvillkor.

Likabehandling av obligationsinnehavare: 18 kap 3 § i lagen om värdepappersmarknaden föreskriver att emittenten ska behandla alla obligationsinnehavare i samma ställning lika. Hur denna likabehandlingsprincip ska tillämpas är emellertid oklart, och givet principens vikt finns det anledning att överväga om principen bör konkretiseras på motsvarande vis som på aktiemarknaden.

Emittentens informationsgivning: det är oklart vad som gäller i fråga om emittenternas skyldighet att offentliggöra insiderinformation enligt artikel 7 och 17 i MAR. Även om reglering oavsett form framstår som mindre lämpligt för att tydliggöra detta, kan sannolikt diskussion mellan marknadsaktörerna i syfte att etablera en marknadspraxis vara gynnsam.

Reglering av agentens roll: agentens roll är i Sverige inte föremål för särskild reglering. Givet den intressekonflikt som är inbyggd i agentuppdraget finns det god anledning att överväga att införa reglering avseende agentens roll och skyldigheter i förhållande till obligationsinnehavarna motsvarande vad som gäller i övriga nordiska länder.

Kreditbetyg: Sverige har en ovanligt hög andel emittenter som helt saknar kreditbetyg, vilket kan förklaras utifrån marknadens sammansättning samt kostnaderna för att erhålla kreditbetyg samt vissa historiska skäl. Kreditbetyg fyller emellertid en viktig funktion på marknaden och det finns således anledning att överväga åtgärder som skapar ytterligare incitament för användandet av kreditbetyg.