

Transparens och likabehandling på företagsobligationsmarknaden¹

Jens Andreasson² & Erik Lidman³

In this article, we present a mapping of the regulation of the primary and secondary market for corporate bonds in Sweden. We particularly focus on issues of transparency, including prospectus rules, issuers financial information, disclosure of insider information, and equal treatment of bondholders. We then analyse to what extent the regulation secures transparency and equal treatment of bondholders. Our analysis shows a

number of issues that deserve attention from policy makers, such as the information given to investors in an issuance in the primary market, the requirement for transparency on trade and pricing, and guidance on how to apply the principle of equal treatment of bondholders in a number of situations. Further research is also needed to better understand how corporate bond issuers should interpret the market abuse regulation's requirement for disclosure of insider information, and on the role and risks for market makers.

1. Denna artikel bygger på texten *En rättslig kartläggning av den svenska företagsobligationsmarknaden* i Festskrift till Rolf Skog, Norstedts juridik 2021, och forskningen har möjliggjorts av finansiering från Nasdaq Nordic Foundation som vi är ytterst tacksamma för. Vi är tacksamma för de synpunkter vi fått från olika håll på den artikeln. Vi vill särskilt tacka juris doktor Per Henriksson för värdefulla synpunkter. Den i det följande presenterade undersökningen är vidare en del av ett större forskningsprojekt kring den nordiska obligationsmarknaden, *Principles for a Regulation of the Swedish Corporate Bond Markets*, som även det finansieras av Nasdaq Nordic Foundation. Att kartlägga regleringen av den svenska företagsobligationsmarknaden utgör del ett i detta forskningsprojekt.
2. Juris doktor, universitetslektor vid Juridiska institutionen, Handelshögskolan vid Göteborgs universitet.
3. Docent, lektor vid Handelshögskolan i Göteborg och Handelshögskolan i Stockholm, samt avdelningsledare för Swedish Corporate Governance Institute vid Stockholm Centre for Commercial Law.

1. Företagsobligationsfundamenta

Företagsobligationer är skuldinstrument som vanligtvis är räntebärande och har en löptid på minst ett år.⁴ En i praktiken mycket betydelsefull indelning av företagsobligationer är uppdelningen i *Investment Grade* (»IG«) och *High Yield* (»HY«). IG-obligationer har kreditbetyg i den övre delen av skalan medan HY-obligationer antingen helt saknar kreditbetyg eller befinner sig i den lägre delen av skalan.⁵

4. Se till exempel SOU 2017:115, s. 78. För en utförlig beskrivning av obligationer som finansiella instrument, se Andrews (2022), *Borgenärskollektiv: En studie av fyra borgenärskollektivs rättsliga klassificering*, Jure.
5. Kreditbetyg kan i detta sammanhang förekomma både för en företagsobligation som sådan respektive för emittenten. Kreditbetygens exakta utformning varierar något mellan de tre dominerande kreditvärderingsinstituten, Stan-

Skiljelinjen mellan IG och HY avspeglar en reell skillnad i risk. De fall av bristande fullgörelse (*default*) som förekommer på företagsobligationsmarknaden är nästan uteslutande kopplade till HY-obligationer.⁶ Det är också i HY-sammanhang som det i första hand inträffar andra händelser än *default* som kräver företagsobligationsinnehavarnas uppmärksamhet och aktivitet, till exempel återköp, villkorsändringar och obligationsinnehavarmöten, vilket i sin tur kan aktualisera olika rättsliga frågor och överväganden. Distinktionen mellan IG och HY blir därmed en viktig utgångspunkt för en diskussion om regleringen av företagsobligationsmarknaden.

Historiskt sett har företagsobligationer inte varit en primär finansieringskälla för den svenska företagssektorn. Istället har det varit bankfinansiering som i första hand har bidragit med lånat kapital till de svenska företagen. Den svenska företagsobligationsmarknaden har dock, i likhet med den globala företagsobligationsmarknaden, uppvisat en kraftig tillväxt de senaste åren.⁷ Tillväxten har sin grund

i ett antal samverkande faktorer. En sådan faktor är troligen att bankerna, till följd av höjda kapital- och likviditetskrav, har blivit försiktigare i sin utlåning till företagssektorn.⁸ Företagsobligationsmarknadens tillväxt i Europa är också ett politiskt önskemål. En mer diversifierad kreditmarknad, med ett större inslag av bland annat företagsobligationsfinansiering, antas medföra ökad tillgång till finansiering och minskade stabilitetsrisker.⁹

Effektiva kapitalmarknader bidrar till välfärd, utveckling och tillväxt genom att på ett effektivt sätt allokera kapital. Spar- och investeringskapital omvandlas till produktiva innovationer, utvecklade verksamheter, framgångsrika nya produkter och så vidare. Ineffektiva kapitalmarknader felallokerar kapital till icke-produktiva investeringar. I värsta fall ackumuleras den felaktiga allokeringen i sådan omfattning att det resulterar i finansiella bubblor som följs av krascher. Finanskrisen som startade 2007 är ett exempel på hur systemhotande en ineffektiv kapitalmarknad kan bli. Kapitalmarknadsregleringen har sedan dess haft som målsättning att en upprepp-

dards & Poors, Fitch och Moody's. I stora drag handlar det om ett drygt 20-tal kreditbetygsnivåer som sträcker sig från toppnoteringen AAA, »Prime«, till D eller motsvarande, »Default«. För att betraktas som IG måste en företagsobligation ha kreditbetyget BBB-/Baa3 eller högre, det vill säga ett betyg i den övre halvan av skalan.

6. Antalet *default* fall växlar över tid. (Nordic Corporate Bond Market Report 2021, Nordic Trustee, 2021, s. 32. Tillgänglig via <https://nordictrustee.com/nordic-trustees-corporate-bond-marknadsrapport-2021/>)

Risken associerad med HY-obligationer på den nordiska marknaden ökade kraftigt under 2020, från en »default«-grad om 2 procent under första kvartalet, till 9 procent under fjärde kvartalet 2021, för att under fjärde kvartalet 2021 ha sjunkit till nära nog noll. (A.a.)

7. Se till exempel Nordic Trustees rapport *Nordic Corporate Bond Market Report 2021*, s. 32; *Svenska företagsobligationer under coronaepidemin*, Riksbanken 2020, s. 3; och Çelik, Demirtaş, och

Isaksson (2020), *Corporate Bond Market Trends, Emerging Risks and Monetary Policy*, OECD Capital Market Series, Paris, s. 12.

8. Se till exempel Darmouni och Papoutsi (2020), *The Rise of Bond Financing in Europe*, s. 2 med hänvisningar (<https://ssrn.com/abstract=3748002>). Detta är dock ett komplext tema med många möjliga delförklaringar, se till exempel Becker och Ivashina (2017), *Financial Repression in the European Sovereign Debt Crisis*, Review of Finance, vol. 22 s. 83-115; Becker och Josephson (2016), *Insolvency Resolution and the Missing High-Yield Bond Markets*, Review of Financial Studies, vol. 29, s. 2814-2849.
9. Se https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financial-markets/corporate-bonds_en#improving-european-corporate-bond-markets och https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/capital-markets-union/capital-markets-union-2020-action-plan_en#objectives

ning av finanskrisen ska undvikas. Ett primärt regleringsmål för att förbättra det finansiella systemet har varit förbättrad transparens, vilket har beskrivits som »en gemensam princip för att stärka det finansiella systemet».¹⁰ Ytterligare ett betydelsefullt regleringsmål är förbättrat investerarskydd.¹¹ Som alltid i regleringssammanhang måste avvägningar göras mellan olika mål och intressen. Mycket högt ställda krav på transparens och investerarskydd kan givetvis bli så betungande att finansmarknaderna blir mindre attraktiva och att deras centrala samhällsekonomiska funktion försämras. Krav på transparens och investerarskydd måste alltså vägas mot finansmarknadsaktörernas intresse av en reglering som inte är alltför betungande.¹² På företagsobligationsmarknaden handlar ökad transparens i hög utsträckning om offentliggörande av en emittents finansiella information samt handelsinformation och investerarskydd i hög utsträckning om likabehandling.¹³

I denna artikel kartläggs regleringen av första- och andrahandsmarknaden för företagsobligationer i syfte att analysera i vilken utsträckning regleringen bidrar till transparens och likabehandling på den svenska företagsobligationsmarknaden.

2. Transparens i samband med emission av företagsobligationer

En emission av svenska företagsobligationer arrangeras vanligtvis av en eller flera banker som hjälper till med att strukturera obligationerna och placera dem på marknaden. Förhål-

landet mellan emittenten och anlitate banker regleras normalt i ett så kallat *engagement letter*. Innan en emission av en HY-obligation anlitas också normalt en agent som kommer att företräda obligationsinnehavarna (agenter är betydligt mindre vanliga för IG-obligationer, och normalt tar bankerna istället på sig en del av det som annars skulle vara agentens uppgifter).¹⁴ I Sverige är det Nordic Trustees (fd. Norsk Tillitsmann) som är den dominerande tillhandahållaren av agenttjänster med över 800 pågående agentuppdrag under våren 2022, men Intertrust förekommer också som agent.¹⁵ I praktiken fungerar agenten också ofta som ett bollplank för de inblandade aktörernas eventuella uppkommande frågor och funderingar kring obligationslånet. Utöver agenten utses även en så kallad emissionsagent (*»Issuing Agent«*). Emissionsagenten, som vanligtvis är en emissionsbank, utses av emittenten och har bland annat som uppgift att hantera vissa administrativa uppgifter kring registreringar vid Euroclear och betalningar.¹⁶ Obligationsvillkorens exakta utformning avgörs i samband med att obligationerna placeras på marknaden.

Svenska företagsobligationer noteras i hög utsträckning på Nasdaqs reglerade marknad. Ett fåtal svenska företagsobligationer är noterade på NGM:s reglerade marknad. Ytterligare ett mindre antal svenska företagsobligationer är noterade på MTF-plattformen Nasdaq First North Bond Market. Enligt uppgifter från flera av de stora svenska bankerna och investerarna på obligationsmarknaden är dock handeln på andrahandsmarknaden mycket begränsad. Handel sker för det första nästan uteslutande

10. Se skäl 1 i Mifir: »Finanskrisen har visat att det råder bristande transparens när det gäller finansmarknaderna vilket kan bidra till skadliga sociala och ekonomiska konsekvenser. Förbättrad transparens utgör en gemensam princip för att stärka det finansiella systemet ...«.

11. Se till exempel skäl 4 i Mifid 2.

12. Se till exempel prop. 2006/07:65, s. 85.

13. Se vidare avsnitt 2, 3 och 4 nedan.

14. Se till exempel punkt 19.2.1 i SSMA Standard Terms & Conditions for Notes v. 3.0 May 2019.

15. Informationen inhämtad i möte med Nordic Trustees den 28 april 2022.

16. Se till exempel punkt 20 och 4.4 samt 5.1 i SSMA Standard Terms & Conditions for Notes v. 3.0 May 2019.

OTC, det vill säga bilateralt direkt mellan säljare och köpare.¹⁷ För det andra är det långt vanligare att den som önskar förvärva en obligation i ett visst företag vänder sig till sin bank eller till företaget för att få i stånd en nyemission på anpassade villkor, istället för att man försöker förvärva obligationer i företaget på andrahandsmarknaden.

Informationsgivning i samband med emission regleras framförallt av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 2017/1129 av den 14 juni 2017 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«). Reglerna i prospektförordningen kompletteras av regleringen i Kommissionens delegerade förordning (EU) 2019/980 och Kommissionens delegerade förordning (EU) 2019/979.

2.1 Prospektförordningen

Syftet med prospektförordningens regler om informationsgivning är att säkerställa investerarskydd, effektivitet och förtroende på den inre kapitalmarknaden.¹⁸

2.1.1 Upprättande av prospekt

Enligt artikel 3 i prospektförordningen ska prospekt upprättas och offentliggöras innan värdepapper erbjuds allmänheten eller tas upp till handel 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 emittentens och eventuell garants nuvarande och framtida ekonomiska ställning, de rättigheter som är förenade med värdepapperen, skälen till emissionen och emissionens effekt på emittenten. Enligt artikel 6.1 kan vi-

dare denna information variera beroende på bland annat emittentens art, typen av värdepapper och emittentens ställning. Enligt artikel 6.2 ska informationen i ett prospekt vara skriftlig, koncisk, lättbegriplig och ha en form som gör prospektet lätt att analysera. Enligt artikel 6.3 får prospektet upprättas antingen i ett sammanhängande dokument eller som flera separata dokument. Ett prospekt som delas upp i flera separata dokument ska bestå av ett registreringsdokument som innehåller information om emittenten, en värdepappersnot som innehåller information om värdepapperen och en sammanfattning.

Prospektförordningen innehåller ett antal undantag från skyldigheten att upprätta prospekt. Enligt artikel 1.4 behöver prospekt bl.a. 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, eller (iv) som riktas till investerare som förvärvar värdepapper för ett sammanlagt belopp om minst 100 000 euro per investerare för varje separat erbjudande.

Värt att notera är att undantagen enligt 1.4 gäller just erbjudande om förvärv, inte upptagande till handel på reglerad marknad. 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. Av betydligt större praktisk betydelse är regleringen kring så kallade grundprospekt som återfinns i artikel 8. Grundprospekt tillåter öppenhet kring de emitterade värdepapperens slutliga villkor. Ett grundprospekt ska enligt artikel 8.1 innehålla nödvändig information om emittenten och värdepapperen. Ett grundprospekt ska enligt artikel 8.2a utöver denna information även innehålla en mall med titeln *Form för slutgiltiga villkor*. De slutgiltiga villkoren ska fastställas i

17. Svenska företagsobligationer under coronaepidemien, Riksbanken 2020, s. 5.

18. Skäl 7 i Prospektförordningen.

ett separat dokument, i grundprospektet eller i tillägg till detta. Regleringen kring grundprospekt möjliggör kontinuerligt upptagande till handel, inom ramen för exempelvis ett MTN-program,¹⁹ under grundprospektets giltighetstid.²⁰

2.1.2. Prospektets innehåll

I artiklarna 13-19 i Prospektförordningen återfinns regler kring prospektets innehåll. Av särskild betydelse för tillfredsställande informationsspridning och transparens är den omfattande information om riskfaktorer som ska ges i enlighet med artikel 16.

Av särskild betydelse för tillfredsställande informationsspridning och transparens är sannolikt också den nyckelinformation om emittent och värdepapper som enligt artikel 7 ska anges i prospektsammanfattningen. Enligt artikel 7.1 2 st. a och b krävs dock ingen sammanfattning i prospekt som avser upptagande till handel av icke-aktierelaterade finansiella instrument som (i) ska handlas på en reglerad marknad, eller ett särskilt segment därav, som endast kvalificerade investerare kan ha tillträde till för handel med sådana värdepapper eller (ii) har ett nominellt värde per enhet om minst 100 000 euro. Eftersom företagsobligationer vanligtvis har ett nominellt värde per enhet som överstiger denna gräns krävs det ofta inte någon prospektsammanfattning.

Mer detaljerade föreskrifter avseende innehåll, däribland utformningen av informationen om finansiell nyckelinformation och riskfaktorer, ges sedan i EU-kommissionens delegerade förordningar (EU) 2019/980 och (EU) 2019/979 med bilagor.

19. Det vill säga kontinuerlig utgivning av så kallade *Medium Term Notes*, skuldinstrument med en löptid om vanligtvis 5-10 år.

20. Det vill säga 12 månader, se artikel 12.

2.1.3. Slutsats: Prospektregleringen har i praktiken en begränsad betydelse för informationsgivningen

Marknadspraxis i Sverige är att svenska företagsobligationer ofta har ett värde per enhet om motsvarande minst 100 000 Euro och erbjudande riktas vidare inte sällan till endast kvalificerade investerare, varför prospektförordningens undantag från prospektskyldigheten i artikel 1.4 innebär att det ofta inte behöver upprättas något prospekt i samband med erbjudande av företagsobligationer. Vid notering av företagsobligationer på någon av de reglerade marknadsplatserna för företagsobligationer, Nasdaq eller NGM, ska dock prospekt som huvudregel upprättas i samband med upptagande till handel. Men eftersom emissionen normalt är fullteknad och böckerna stängda redan innan det att obligationerna upptas till handel (och även innan det att ansökan om upptagande till handel skickas in) innebär regleringen att prospektet normalt inte ingår i investeringsunderlaget för de som investerar i obligationer på förstahandsmarknaden (istället får investerare ta del av ett s.k. Investor Memorandum, där innehållet är oregerat). Eftersom andrahandsmarknaden är mycket begränsad i Sverige är således konsekvensen att prospektet får liten praktisk betydelse för investerare.

3. Löpande informationsgivning och transparens

Den svenska regleringen av handeln med företagsobligationer bygger på Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/65/EU av den 15 maj 2014 om marknader för finansiella instrument och om ändring av direktiv 2002/92/EG och direktiv 2011/61/EU respektive Europaparlamentets (»Mifid 2«) och rådets förordning (EU) nr 600/2014 av den 15 maj 2014 om marknader för finansiella instrument och om ändring av

förordning (EU) nr 648/2012 (»Mifir«).²¹ Till Mifid 2 och Mifir kommer också ett antal genomförandeförordningar och direktiv, utfärdade på delegation av EU-kommissionen. Mifid 2 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 genom Finansinspektionens föreskrifter om värdepappersrörelse (FFFS 2017:2).

Därutöver regleras emittenter till noterade företagsobligationer av marknadsplatsens regelverk, såsom *Nasdaq's Rule Book for Issuers of Fixed Income Instruments* (»Nasdaqs emittentregler«). Emittenter av noterade företagsobligationer är enligt detta regelverk 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 av beslut antagna av bolagsstämman (3.3.6) och ändringar av villkoren för värdepapparen (3.3.7).

Emittenter av noterade företagsobligationer är också skyldiga att offentliggöra insiderinformation i enlighet med Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 avseende skyldighet för emittenter att offentliggöra insiderinformation (»MAR«).²² Den när-

mare innebörden av detta krav är sannolikt av förhållandevis stort intresse för företagsobligationsmarknadens funktion. Det får emellertid anses oklart hur bedömningen av vad som utgör insiderinformation enligt artikel 7 i MAR för en obligationsemittent ska göras, och paralleller till aktieemittenter bör i vår mening göras med försiktighet, exempelvis eftersom sådan information som generellt får anses utgöra insiderinformation för en HY-emittent många gånger inte skulle vara det för en IG-emittent. Detta eftersom det är tämligen få företagsspecifika faktorer som påverkar prissättningen på en IG-obligation när emittentens finansiella ställning och därmed betalningsförmåga är sådan att risken för att emittenten inte skulle fullgöra sina förpliktelser enligt obligationen måste betraktas som mycket låg, samtidigt som bolagets utveckling inte heller kan påverka obligationens värde i positiv riktning förbi de i obligationen uppställda ramarna.

Ytterligare en informationsfråga av potentiell relevans för företagsobligationsmarknadens funktion gäller den så kallade skuldboken, det vill säga den förteckning (i så kallat avstämningskonto) över obligationsinnehavare och andra med rättigheter kopplade till obligationerna, som kan genereras via Euroclears system. Information om befintliga innehavare är inte offentlig eller tillgänglig för potentiella investerare eller befintliga obligationsinnehavare, men skulle dock kunna vara relevant information för potentiella förvärvare av företagsobligationer. Ur ett mer generellt ekonomiskt-teoretiskt perspektiv är det såklart också så att bättre informerade aktörer som utgångspunkt ökar marknadens effektivitet (se dock vidare 3.1 nedan).

Enligt 8 kap 1 § lag (1998:1479) om värdepapperscentraler och kontoföring av finansi-

21. Mifid 2 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 2 och Mifir skapar EU-regleringen en bas för den rättsliga hanteringen av företagsobligationshandel i hela Norden.
22. Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 av den 16 april 2014 om marknadsmissbruk (marknadsmissbruksförordning) och om upphävande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG och

kommissionens direktiv 2003/124/EG, 2003/125/EG och 2004/72/EG.

ella instrument är insyner i avstämningskonto begränsad till de som är registrerade på kontot i fråga. Ägare, panthavare och eventuell annan registrerad har rätt att få upplysning om kontots innehåll i den mån innehållet berör den registrerades rätt. Vår bild är att informationen i skuldboken i praktiken är tillgänglig endast i mycket begränsad omfattning även för emitenter och obligationsinnehavare. Till saken hör även att förvaltarregistrering är vanligt förekommande. Detta innebär att även i de fall informationen i skuldboken är tillgänglig, så förekommer inte alltid uppgifter om de faktiska obligationsinnehavarna utan endast om förvaltarna av företagsobligationerna. Viktigt att framhålla är emellertid att tillgången till information ur skuldboken såvitt vi erfarit inte är sämre i Sverige än i andra jurisdiktioner.

3.1. Kravet på transparens i handeln med företagsobligationer

Transparenskrav vad gäller handeln med (bland annat) företagsobligationer återfinns i 2 kap artikel 8 och 10 i Mifir, 15 kap, 16 kap och 17 kap lagen om värdepappersmarknaden, Finansinspektionens föreskrifter FFFS 2007:17 och FFFS 2017:5. Branschorganisationen Svensk värdepappersmarknad har också tagit fram en rekommendation om transparens på den svenska företagsobligationsmarknaden.²³ Även Svensk värdepappersmarknads mallvillkor, vilka ligger till grund för en stor del av obligationsvillkoren på den svenska mark-

naden, innehåller bestämmelser som tar sikte på informationsgivning.²⁴

3.1.1 Mifir och Svensk värdepappersmarknads rekommendation om transparens på den svenska obligationsmarknaden

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.²⁵ Undantagsmöjligheten utnyttjas också i mycket hög grad. Finansinspektionen beskriver transparensen före handel som »mycket begränsad«.²⁶

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

23. Svensk värdepappersmarknads rekommendation om transparens på den svenska obligationsmarknaden, Svensk värdepappersmarknad, 2020. (Tillgänglig via <https://svenskvardepappersmarknad.se/wp-content/uploads/2020/11/SVPM-Rekommendation-om-transparens-pa-obligationsmarknaden-nov-2020.pdf>)

24. SSMA Standard Terms & Conditions for Notes v. 3.0 May 2019.

25. Transparensen på den svenska företagsobligationsmarknaden, Finansinspektionen 2019, s. 5-6.

26. Transparensen på den svenska företagsobligationsmarknaden, Finansinspektionen 2019, 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.²⁷

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. 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 obligations-

marknaden generellt har minskat efter Mifids och Mifirs ikraftträdande.²⁸

Innan 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 § marknadsplatsföreskrifterna skulle (bland annat) en børs 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 betydligt 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 diskrepanns mellan Mifir och marknadsplatsföreskrifterna. Mifir-regleringen är mer detaljerad, och därmed också snävare, kring vilka situationer som »framförallt« ska kunna medföra undantag. Marknadsplatsföreskrifternas föreskrift om dispens »om det är motiverat med hänsyn till effektiviteten för handeln« framstår som betydligt öppnare i sin utformning. Trots de striktare och mer långtgående transparenskraven i Mifir har Mifir enligt Finansinspektionen som sagt medfört att transparensen på den svenska marknaden har minskat.

I syfte att bidra till att med hjälp av självreglering åtgärda den bristande transparensen på den svenska obligationsmarknaden har Svensk värdepappersmarknad tagit fram en rekommendation om transparens på den

27. Transparensen på den svenska företagsobligationsmarknaden, Finansinspektionen 2019, s. 9.

28. Transparensen på den svenska företagsobligationsmarknaden, Finansinspektionen 2019, s. 13.

svenska obligationsmarknaden.²⁹ 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 (ISIN EX).

Enligt punkt 5 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 på affärsdagen.

Enligt punkt 7 får publicering av handelsinformation skjutas upp när ett värdepappersinstitut har handlat för egen räkning och transaktionen överstiger 50 miljoner kronor. Uppskjuten publicering ska ske senast sju affärsdagar efter transaktionsdagen.

Enligt punkt 8 är det som huvudregel det säljande värdepappersinstitutet som är 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.

29. Se not 23 ovan.

3.1.2 Lagen om värdepappersmarknaden och marknadsplatsföreskrifterna

Mifirs regler om offentliggörande av handelsinformation kompletteras av informationsgivningskrav enligt Mifid 2, implementerade genom lagen om värdepappersmarknad.

När företagsobligationer tagits upp till handel på reglerad marknad är emittenten skyldig att fortlöpande *lämna information till börsen*. Enligt 15 kap 6 § lagen om värdepappersmarknad är emittent, redan efter ansökan om upptagande till handel av emittentens värdepapper, skyldig att (i) fortlöpande informera börsen om sin verksamhet, och, (ii) i övrigt lämna börsen de upplysningar som behövs för att börsen ska kunna fullgöra sina författningsreglerade skyldigheter. När företagsobligationer handlas på en reglerad marknad är emittent, 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 eller andra lånevillkor.³⁰

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.³¹ För obligationer eller 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 kap la-

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

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

gen om värdepappersmarknaden dock inte tillämpas.³² Eftersom företagsobligationer vanligtvis har ett nominellt värde om minst 100 000 euro blir detta undantag ofta tillämpligt för just företagsobligationer.³³ Värdepappersmarknadslagens krav på regelbundet offentliggörande av finansiell information blir alltså ofta inte tillämpligt på företagsobligations-emittenterna.

Information i enlighet med 15 kap 8 §, och i förekommande fall 16 kap lagen om värdepappersmarknaden, ska offentliggöras så att den snabbt och på ett icke-diskriminerande sätt blir tillgänglig för allmänheten inom EES, 17 kap 1 § 1 st. och 2 § lagen om värdepappersmarknaden. För emittenter som inte har Sverige som hemmedlemsstat ska 17 kap 2 § lagen om värdepappersmarknaden tillämpas i vissa fall. Enligt 10 kap 5 § marknadsplatsföreskrifterna (som kompletterar 17 kap 2 § lagen om värdepappersmarknaden, och preciserar kravet på icke-diskriminering) är emittent skyldig att sprida information på ett sådant sätt att informationen kan få god spridning hos allmänheten i Sverige och i EES så *samtidigt* som möjligt. Informationen ska även, enligt 10 kap 7 § 1 st. marknadsplatsföreskrifterna, snarast möjligt publiceras på emittentens webbplats. Enligt 10 kap 7 § 2 st. marknadsplatsföreskrifterna ska väsentliga förändringar av tidigare offentliggjord information offentliggöras så snart som möjligt efter det att förändringen uppstått. Offentliggörandet ska ske via samma kanaler som användes vid offentliggörandet av den ursprungliga information-

en. Enligt 10 kap 6 § marknadsplatsföreskrifterna ska det vid information som, enligt 17 kap 2 § lagen om värdepappersmarknaden, lämnas till medier bland annat framgå att informationen lämnas i enlighet med lagen om värdepappersmarknaden. I 10 kap 9 § marknadsplatsföreskrifterna regleras på vilka språk information ska offentliggöras. Börsens skyldighet att fortlöpande kontrollera att emittenterna av de värdepapper som handlas på börserna fullgör sina informationsskyldigheter enligt värdepappersmarknadslagen (och artikel 17 marknadsmissbruksförordningen) framgår av 15 kap 9 § lagen om värdepappersmarknaden.

Sammanfattningsvis kan det konstateras att Mifirs och värdepappersmarknadslagens reglering inte verkar leda till en tillfredsställande nivå av informationsgivning och transparens på företagsobligationsmarknaden. Mifirs i förhållande till tidigare nationell reglering strängare krav på offentliggörande av handelsinformation 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 Mifirs ikraftträdande. Inte heller vad gäller regelbundet offentliggörande av finansiell information förefaller Mifirs och värdepappersmarknadslagens reglering bidra till en hög nivå av transparens.

Mot bakgrund av Mifirs och värdepappersmarknadslagens ovan nämnda tillkortakommanden när det kommer till informationsgivning och transparens på företagsobligationsmarknaden är frågan i vilken utsträckning det finns andra mekanismer som bidrar till transparens. En sådan mekanism är parternas egen reglering, här exemplifierat med Svensk värdepappershandels mallvillkor för

32. Om det inte är fråga om obligationer som kan konverteras till aktier, 16 kap 3 p. lagen om värdepappersmarknaden med hänvisning till 18 kap 2 § 1 st 1 p.
33. Enligt sektion 2.8.1 i Nasdaq's emittentregler kan endast företagsobligationer med ett minsta nominellt belopp om en miljon kronor, eller motsvarande i annan valuta, tas upp till handel.

företagsobligationer. Ytterligare en mekanism är Nasdaq's emittentregler.³⁴

3.1.3. Svensk värdepappershandels mallvillkor för företagsobligationer och Nasdaq's emittentregler

Enligt sektion 12.1.1 a i Svensk värdepappershandels mallvillkor ska emittenten göra emittentens av revisor godkänd årsredovisning eller annan motsvarande ekonomisk redovisning tillgänglig för obligationsinnehavarna genom pressmeddelande och via emittentens hemsida. Avseende regelbunden finansiell rapportering utvidgar alltså mallvillkoren emittentens informationsgivningsskyldigheter i förhållande till regleringen i Mifir och värdepappersmarknadslagen.

Ytterligare en mekanism som, avseende noterade företagsobligationer, kompletterar lagstiftningen är handelsplatsens emittentregler, här exemplifierat med Nasdaq's emittentregler. Enligt sektion 2.4 i Nasdaq's 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 Nasdaq's 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 årsbokslut och ett halvårsbokslut. Offentliggörande ska enligt sektion 3.3.1 (med hänvisning till sekt-

ion 3.1) ske på det sätt som föreskrivs i artikel 17 i MAR. Enligt sektion 3.2 Nasdaq's emittentregler ska emittent ha en egen webbplats där offentliggjord information ska vara tillgänglig i minst fem år.

3.1.4. Slutsats: Transparensen brister kring löpande informationsgivning kopplat till MAR samt kring handelsinformation

I varje fall vad gäller den del av företagsobligationsmarknaden som är baserad på Nasdaq Stockholm förefaller det inte föreligga några brister vad gäller offentliggörandet av regelbunden finansiell rapportering. Vad som gäller i fråga om emittenters löpande informationsgivning är mer oklart, till stor del sammanhängande med oklarheterna kopplade till obligationsemittenters skyldigheter till informationsgivning enligt MAR.

Vad gäller transparens i fråga om handelsinformation förefaller det, som Finansinspektionen konstaterat, finnas betydande utrymme för förbättring. Sannolikt kan Svensk värdepappersmarknads rekommendation om transparens på den svenska obligationsmarknaden bidra till förbättring, men i vilken utsträckning återstår att se eftersom rekommendationen fortfarande är ny.

4. Likabehandling

Den reglering som beskrivits ovan med fokus på transparens och informationsgivning kan, och bör som vi ska se, också betraktas som en reglering avseende likabehandling. Genom att en emittent åläggs krav på att till allmänheten offentliggöra viss information i samband med upptagande till handel (om än oftast inte vid själva emissionen) såväl som där efter löpande informationsgivning avseende insiderinformation och annan finansiell information, säkerställs i hög grad att obligationsinnehavare ges tillgång till samma information vid samma tidpunkt. Sådan *informationsmässig likabehandling* betraktas i närliggande sammanhang i såväl aktiebolags- som aktiemarknadsrätten som

34. Rule Book for Issuers of Fixed Income Instruments Nasdaq Stockholm, 1 January 2021. Tillgängliga via <https://www.nasdaq.com/docs/2021/01/13/Nasdaq-Stockholm%27s-Rule-book-for-Issuers-of-Fixed-Income-Instruments-2021-01-01.pdf>

en central komponent i det generella kravet på likabehandling av investerare (och i vissa fall rentav det mest grundläggande kravet³⁵).³⁶ I det följande avsnittet, där vi diskuterar reglerna om likabehandling avseende obligationsinnehavare, bör detta således hållas i minnet, eftersom vi här inte upprepar vad som ovan har sagts om informationsmässig likabehandling.

4.1. Varför likabehandling på värdepappersmarknaden?

Likabehandling av investerare betraktas generellt som en viktig komponent i en sund reglering av värdepappersmarknaden, och inte sällan framhålls likabehandlingsprincipen i såväl aktiebolagsrätten som aktiemarknads- och värdepappersmarknadsrätten som en utgångspunkt för regleringen med ett inneboende värde: *likabehandling = rättvisa*. Vår syn på likabehandling av investerare är betydligt mer instrumentell. Det yttersta målet för regleringen av värdepappersmarknaden får generellt anses vara att bidra till en samhällsekonomiskt effektiv resursallokering, där riskvilligt kapital möter företagets kapitalbehov, så att såväl företag som kapital kan växa. En förutsättning för att detta ska kunna ske är att investerare har förtroende för värdepappersmarknaden som investeringsform. Sambandet mellan förtroendet för värdepappersmarknaden och regler om likabehandling låter sig av utrymmesskäl inte redogöras för i detta sammanhang, men i korthet kan sägas att vår syn är att

reglerna om likabehandling syftar till att *upprätthålla allmänhetens förtroende för att dess investeringar på värdepappersmarknaden inte förskjuts till andra investerare (eller personer) på ett sätt som inte ligger i linje med premisserna för deras investering*.³⁷ En investerare får tåla att värdet på en placering i exempelvis en företagsobligation sjunker till följd av marknadens normala funktion och risker (t.ex. default hos emittenten eller ränteförändringar till följd av ändringar i benchmark-räntor), men däremot kan inte investeraren förväntas tåla en förlust på grund av att andra investerare agerar på ett bättre informationsunderlag.

4.2. Reglerna om likabehandling på obligationsmarknaden och tolkningen av dessa

Enligt 18 kap 3 § i lag om värdepappersmarknaden ska en obligationsemittent se till att alla innehavare av obligationer som har getts ut samtidigt och på samma villkor (*»samma obligationslån«*) behandlas lika när det gäller de rättigheter som är knutna till skuldebrev. Bestämmelsen infördes i svensk rätt som ett led i anpassningen av öppenhetdirektivet, artikel 18.1. Dessförinnan fanns ingen motsvarande regel i svensk rätt. Artikel 18.1 stadgar att *»Emittenten av skuldebrev som är 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, vår kursivering):

35. Lidman (2020), *Kontrolläggande och uppköpsreglering, Likabehandling vid offentliga uppköpserbjudanden och effekterna i bolagsstyrningen*, Corporate Governance Forum, s. 158-159.
36. Se, angående likabehandling i aktiebolagsrätten, Lidman (2021), *Informationsmässig likabehandling enligt aktiebolagslagen*, svensk juristtidning 2021 s. 1, och i aktiemarknadsrätten Lidman (2020), *Kontrolläggande och uppköpsreglering, Likabehandling vid offentliga uppköpserbjudanden och effekterna i bolagsstyrningen*, Corporate Governance Forum, s. 158.

37. Denna instrumentella syn på syftet bakom likabehandlingsreglerna bygger på analysen i Lidman (2020), *Kontrolläggande och uppköpsreglering, Likabehandling vid offentliga uppköpserbjudanden och effekterna i bolagsstyrningen*, Corporate Governance Forum, s. 246 ff.

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 skäl 22 i direktivet såväl 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*, vilket vi redan berört i inledningen till detta avsnitt, även om ordalydelsen i artikeln kan synas öppna upp för en betydligt bredare tillämpning.³⁸ Detta komplicerar tolkningen av 18 kap 3 § i lagen om värdepappersmarknaden. 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 18.3 i öppenhetsdirektivet gör (eller att svensk rätt i övrigt gör det) så länge det inte strider mot direkti-

38. 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. 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*, i ECFR 1/2010 s. 162.

vets syften. Av förarbetena till bestämmelsen i lagen om värdepappersmarknaden sägs emellertid inte något om hur bestämmelsen ska tolkas eller om att den ska tillämpas i andra frågor än informationsgivning, utan endast att paragrafen utgör en implementering av artikel 18.1 i svensk rätt, vilket får antas innebära att avsikten inte var att gå längre än direktivet.³⁹ Innebörden av kravet på likabehandling i 18 kap 3 § lagen om värdepappersmarknaden får mot denna bakgrund betraktas som något oklart. 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. Samtidigt synes paragrafen till sin ordalydelse kunna ge uttryck för en mer omfattande likabehandlingsprincip.⁴⁰

Även om vi inledningsvis i avsnittet påpekade att informationsmässig likabehandling kan anses vara en av de mest centrala komponenterna i en likabehandlingsreglering, så ger den osäkerhet som finns vad gäller betydelsen av 18 kap 3 § lagen om värdepappersmarknaden upphov till ett antal frågor om vad som gäller eller bör gälla i fråga om likabehandling i materiella hänseenden. Vad gäller t.ex. i fråga om röstning vid obligationsinnehavarkommittén, vid villkorsändringar, vid återköp, samt vid rekonstruktion och obestånd? Frågan är svår redan som den är, men kompliceras ytterligare genom osäkerheterna avseende tillämpningsområdet för 18 kap 3 § lagen om värdepappersmarknaden i ljuset av öppenhetsdirek-

39. Se prop. 2006/08:65.

40. I sammanhanget bör också nämnas att Svensk värdepappersmarknads mallvillkor innehåller flera bestämmelser som innebär betydligt längre gående krav på emittenten att behandla obligationsinnehavare lika, vilket innebär att rättsläget skiljer sig från vad som här redogjorts för för de emittenter som använder sig av mallvillkoren och förstås även andra villkor där likabehandlingsfrågor regleras.

tivet. Även i fråga om informationsgivningen från emittenten till investerare, där vi med säkerhet kan säga att det finns ett krav på likabehandling, finns det osäkerheter av minst två skäl. Dels kräver tillämpningen av en likabehandlingsprincip att man definierar vad som ska anses utgöra lika fall såväl som vad som är tillräckligt olika fall för att motivera olikabehandling.⁴¹ Dels 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.⁴²

4.3. Paralleller till aktiebolags- och aktiemarknadsrättsliga principer om likabehandling utfyllande?

I diskussionen om regleringen avseende likabehandlingen av obligationsinnehavare ligger det nära tillhands att, som vi ovan har gjort, dra paralleller till reglerna om likabehandling i aktiebolags- och aktiemarknadsrätten. Även

41. 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*, Svensk Juristtidning 2021 s. 1.
42. 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).

om sådana jämförelser sannolikt kan vara mycket givande vill vi dock här, särskilt eftersom vi redan dragit vissa sådana paralleller, påminna om hur olika instrument aktier (och aktiederivat) och företagsobligationer är. Variationer mellan aktier är i normalfallen relativt små där det finns mycket tydliga standarder,⁴³ medan obligationer inte kan sägas vara en homogen grupp, utan där det finns stora variationer i fråga om räntor, löptider, likviditet, säkerheter, med mera. Därmed måste jämförelser mellan de regler om likabehandling som gäller aktier och likabehandling i fråga om obligationsinnehavare göras med försiktighet, även om syftet bakom likabehandlingsreglerna i de olika sammanhangen (förtroendet för marknaden) måste antas vara detsamma.

4.4. Slutsats: reglerna om likabehandling på obligationsmarknaden är otydliga

Sammanfattningsvis kan konstateras att innebörden av den likabehandlingsprincip som gäller för obligationsemittenter enligt 18 kap. 3 § lagen om värdepappersmarknaden, och som i sin tur bygger på öppenhetsdirektivet, är oklar. Behovet av vidare forskning på området innefattar bland annat hur brett likabehandlingsprincipens tillämpningsområde ska anses vara, hur den ska tolkas inom sitt fastställda tillämpningsområde (vad är lika fall, och vilken olikabehandling kan anses vara tillåten i olika fall), och, om man kommer fram till att likabehandlingsprincipens tillämpningsområde är snävt i linje med en direktiv-

43. I fråga om skillnader i förvaltningsrättigheter laboreras i de flesta noterade bolag bara med rösträtten, där den maximala skillnaden i röstvärde mellan olika aktieslag är begränsad till 1:10 enligt lag (se 4 kap 5 § aktiebolagslagen), och även om det inte finns några begränsningar i skillnaderna ett bolag får ha mellan olika aktieslag i fråga om aktiernas ekonomiska rättigheter, brukar skillnaderna i normalfallet inte vara allt för komplicerade eller långt ifrån marknadspraxis.

konform tolkning, vad som gäller utanför tillämpningsområdet.

5. Sammanfattning och några observerade potentiella brister

I artikeln har vi presenterat en kartläggning av regleringen av första- och andrahandsmarknaden för företagsobligationer i syfte att analysera i vilken utsträckning regleringen bidrar till transparens och likabehandling på den svenska företagsobligationsmarknaden. I det följande sammanfattas avslutningsvis några av de brister vi uppmärksammat i regleringen.

Vad gäller transparensen kan tre huvudsakliga brister påpekas. Den första gäller regleringen av primärmarknaden och informationen som en investerare får från en emittent i samband med en emission. Marknadspraxis i Sverige innebär att en emittent normalt, särskilt på HY-sidan, inte träffas av skyldigheten att ge ut ett prospekt i samband med själva emissionen och placeringen av obligationerna. Istället erhåller investerarna vad som ofta kallas för ett Investor Memorandum, vilket är oreglerat. Det finns såvitt vi erfarit inte heller någon etablerad marknadspraxis för memorandumets innehåll och kvalitén kan således variera mycket kraftigt. De allra flesta obligationer upptas i och för sig till handel på Nasdaq Stockholm och emittenten är då skyldig att upprätta ett noteringsprospekt, men detta kommer för sent för att vara till glädje för investerare i primärmarknaden, och som vi berört är handeln på sekundärmarknaden så begränsad att nyttan kan ifrågasättas även där. Den andra bristen gäller offentlighöret av handelsinformation. Lovvärda steg har av Svensk värdepappersmarknad vidtagits för att förbättra transparensen vad gäller handelspriser, men frågan är om de är tillräckliga. Den tredje bristen är att innebörden av MAR för obligationsemittenter är oklar.

Vad gäller likabehandling finns idag reglering i lagen om värdepappersmarknaden, men som vi pekat på är innebörden av den likabe-

handlingsprincip som där finns tämligen oklar. Vad gäller t.ex. vid återköp – får en emittent återköpa obligationer från olika innehavare i olika volym (eller kanske rentav bara från vissa innehavare)? Får priserna vara olika? Hur ska egna innehav av obligationer hanteras? Och hur säkras att obligationsinnehavarna hamnar i lika ställning i samband med obligationsinnehavarmöten, exempelvis vid kallelser och tillhandahållande av protokoll? Till detta kan läggas frågor om informationsmässig likabehandling i samband med en emission och även om information till olika obligationsinnehavare får ges vid olika tidpunkter.

Utöver vad som nämnts ovan kan vi också peka på några frågor som över huvud taget inte är reglerade, men där reglering kanske borde övervägas. Ett sådant område är agentens roll i förhållande till obligationsinnehavarna. Agentens uppgift är att representera och tillvarata obligationsinnehavarnas intressen, samtidigt som agenten erhåller sina uppdrag av emittenterna eller banker. Vi har inte funnit några konkreta problem som kan hänföras till detta, men intressekonflikten är av sådan art att reglering av agentens roll i vart fall bör övervägas.

En annan fråga som tangerats är att många svenska obligationer saknar kreditbetyg. Bakgrunden synes delvis vara historisk: flera av de stora svenska bankerna utfärdade fram till 2016 kreditbetyg (på S&P skalan) utan att för den sakens skull tillämpa eller ha tillstånd enligt EU:s Credit Rating Agencies Regulation (CRAR, 1060/2009), sk. »shadow ratings«. ESMA initierade 2016 en granskning av verksamheterna vilka sedermera upphörde, och år 2018 bötfälldes bankerna för överträdelser av CRAR.⁴⁴ Detta innebar emellertid att svenska

44. Se t.ex. ESMA:s beslut 2019/4, 2019/5, 2019/6 och 2019/7, som gäller bankernas överklaganden av bötesbeslutet (som upphävdes) och som sammanfattar processerna.

emittenter inte hade någon vana att skaffa kreditbetyg, vilket fortfarande synes vara fallet.⁴⁵ I kombination med vad som ovan sagts om att emissioner av obligationer ofta görs ad hoc och till anpassade villkor betyder det att variationen mellan obligationer är stor, samtidigt som kreditvärderingsinstituten inte regelmässigt utfärdar tredjepartsgranskningar, och vilket kan antas leda till att andrahandsmarknaden blir än mindre likvid. Detta är något som Finansinspektionen uppmärksammat

under 2022, och man har argumenterat för att en lösning skulle vara att obligationsemissionerna blir större och mer homogena genom benchmarkstandarder.⁴⁶ Invändningen mot detta har framför allt varit att större och homogena emissioner innebär att refinansieringsrisken ökar. Ska likviditeten på marknaden förbättras bör det i vår mening utvärderas om någon form av krav på standardisering eller tredjepartsgranskning kan införas.

45. Se för data ang. Kreditbetyg m.m. OECD, *The Swedish Corporate Bond Market and Bondholder Rights*, kommande under hösten 2022.

46. Se FI Debatt, Dags för en svensk benchmarkstandard för företagsobligationer, publicerad 2022-01-21.