

21 februari 2022

Svensk Värdepappersmarknad
skickat per e-post till
therese@svpm.se
urban@svenskvardepappersmarknad.se

Angående SVPM:s arbete 2021 avseende uppdatering av mallvillkoren för vissa företagsobligationer och närliggande obligationsmarknadsfrågor

1) Inledning

Kollegiet för svensk bolagsstyrning ("Kollegiet") vill först tacka Svensk Värdepappersmarknad ("Föreningen") för den särskilda återkoppling, genom promemorian daterad den 21 januari 2022 ("Promemorian"), som erhöles i anledning av Kollegiets förslag till principer och förklaring om hur dessa har hanterats i översynen av mallvillkoren.

I det nedanstående redogör vi kort, under avsnitt 2, för bakgrunden till arbetet med principerna följt av, under avsnitt 3, kommentarer hänförligt till förslag till uppdaterade mallvillkor. I avsnitt 4 behandlas Kollegiets syn på överlämningen av uppdraget till Föreningen, i avsnitt 5 behandlas Kollegiets syn på överordnade principer och i avsnitt 6, hanteringen framåt.

2) Bakgrund

Kollegiet har sedan hösten 2018 bedrivit ett projekt med att ta fram förslag till grundläggande principer för *high yield*-obligationer avsedda för handel på marknadsplats i Sverige ("Obligationsmarknaden"). Kollegiet gav i samband med det uppdrag åt advokaterna Mikael Borg, Gernandt & Danielsson Advokatbyrå och Wilhelm Lüning, Cederquist Advokatbyrå att ta fram ett förslag till sådana grundläggande principer givet deras tidigare erfarenheter av Obligationsmarknaden respektive självreglering. Syftet med förslaget till grundläggande principer var att genom självreglering på Obligationsmarknaden bidra till en sund marknadsutveckling.

Intressenter från emittenter, investerare, arrangörer, emissionsbanker, advokatbyråer, agenter, börser och intresseorganisationer bjöds därefter, under hösten 2020, in till ett möte i syfte att få in synpunkter på förslaget.

Kollegiet avsåg inte själv att utfärda några regler. I stället sammanfattades ett förslag utifrån intressenternas synpunkter, vilket i början av 2021 överlämnades till Föreningen för dess fortsatta arbete.

3) Uppdaterat förslag till mallvillkor för *high yield*-obligationer

Kollegiet har tagit del av förslaget till de uppdaterade mallvillkoren och på en övergripande nivå de uppdateringar som gjorts.

Enligt Föreningens återkoppling till Kollegiet är syftet bakom de föreslagna principerna i många fall redan omhändertagna genom tidigare befintliga bestämmelser i mallvillkoren och i vissa fall genom nu föreslagna uppdaterade lydelse i mallförslaget, vilket också Föreningen har exemplifierat i Promemorian.

Kollegiets uppfattning är att mallvillkoren fyller en viktig funktion på den svenska värdepappersmarknaden och arbetet som utförs i Föreningens regi att hålla mallvillkoren uppdaterade utifrån utvecklingen på marknaden är därför mycket betydelsefullt.

4) Överlämningen till Föreningen

När Kollegiet överlämnade det vidare självregleringsarbetet till Föreningen i början av 2021 såg Kollegiet framför sig, utöver att vara en del i uppdateringen av mallvillkoren, att Föreningen med utgångspunkt i arbetet med principerna även skulle genomföra en utredning huruvida det utöver mallvillkoren finns ett behov av ett antal övergripande principer för Obligationsmarknaden. Utöver vilka principer som kunde anses behövas, önskade Kollegiet att Föreningen även skulle överväga i vilken form dessa skulle ha och vilket organ som skulle ha huvudmannaskap för principerna.

Av Promemorian framkommer bl.a. att en analys har gjorts i vilken mån principerna helt eller delvis har beaktats och kommit till uttryck i mallvillkoren, att Föreningen inte anser att det finns behov för ytterligare reglering kring detta i mallvillkoren och att Föreningen i vissa fall ser behov för vidare undersökning genom akademisk forskning. Det framgår dock inte om det har gjorts någon analys kring behovet av och formerna för en överordnad självregleringsstruktur kring vissa principer att samexistera med mallvillkoren.

5) Fortsatt behov för vissa överordnade principer

Kollegiet delar Föreningens uppfattning att flera av principerna omhändertas väl genom regleringar i mallvillkoren och att det inte är uppenbart alla principer som togs fram i Kollegiets arbete är lämpade att utgöra överordnade principer, eller s.k. ”god sed”.

Det finns dock ett antal principer som enligt Kollegiets mening är av mer överordnad karaktär och som kommer till uttryck i flera situationer och i flera av regleringarna i mallvillkoren, vilka även utifrån dess karaktär bör utformas som en del av god sed på Obligationsmarknaden. Dessa kan framför allt sägas utgöras av principer om likabehandling, transparens och grundläggande investerarrättigheter. Frågor som rör dessa områden är generellt komplexa där omständigheter och förutsättningar kan skilja sig åt.

En överordnad självreglering kan motiveras av flera skäl. Principernas främsta syfte är att vidmakthålla marknadens förtroende för Obligationsmarknaden. Principerna skulle verka utfyllande samt ge riktlinjer för hantering och utveckling framåt utifrån ett bredare perspektiv än vad som framkommer av särskilda bestämmelser i mallvillkoren. En sådan ordning skulle även verka för att befästa mallvillkoren (d.v.s. det finns en tydlig interaktion mellan grundläggande principer och mallvillkoren) och en utveckling kring vad som utgör god sed på obligationsmarknaden, d.v.s. ange en gräns för där avvikelser från mallvillkor eller marknadspraxis inte får förekomma. I takt med utvecklingen av Obligationsmarknaden

kommer det dessutom att finnas behov av ett organ som kan ge vägledning vid de komplexa frågeställningar som kommer att uppstå.

Såvitt avser likabehandling kan detta uppfattas som en ”naturlig” utgångspunkt där det bakomliggande syftet är att skydda förtroendet för värdepappersmarknaden, eftersom olikbehandling av värdepappersinnehavare utan saklig grund generellt uppfattas som särskilt förtroendeskadligt. Likabehandlingsprincipen kan dock ge upphov till tolkningssvårigheter i de enskilda fallen samt gränsdragningsproblematik, eftersom principen förutsätter att en definition finns av vad som är lika och olika fall. Här kan paralleller dras till motsvarande principer i aktiemarknadsrätten (likhets- och likabehandlingsprincipen i aktiebolagsrätten såväl som likabehandlingsprincipen i *takeover*-direktivet, lag om offentliga uppköpserbjudanden och *takeover*-reglerna) som betraktas som centrala i regelverken och där diskussionerna kring detaljtillämpning varit och är mycket omfattande trots att principerna är lagreglerade. På motsvarande vis finns behov av att konkretisera likabehandlingsprincipen för obligationer utifrån olika situationer. Sådana tillämpningsriktlinjer skapar bättre förståelse för vad som gäller i det enskilda fallet och med hänsyn till de omständigheter som föreligger, och kan därmed antas vara viktiga för likabehandlingsprincipens förtroendebevarande funktion. En självregleringsorgan skulle även kunna ge marknadsaktörerna en förutsebarhet innan åtgärder genomförs. Principer/normer för likabehandling skulle därav snarare ses som ett komplement/utfyllnad till vad som anges i lagtexten och vad som kommer till uttryck i mallvillkoren, t.ex. i likhet med Aktiemarknadsnämndens praxis som kompletterar och fyller ut likabehandlingsprincipen som den stadgas i *takeover*-reglerna.

Transparens är också en viktig princip för att upprätthålla marknads förtroende för obligationer som placeringsalternativ. Krav på transparens kommer till uttryck i flera situationer i mallvillkoren där bestämmelsernas utformning utgör en avvägning mellan olika intressen och vilka krav som bör/ska ställas. Många gånger ställs också transparens och likabehandling mot varandra. Här finns ett uppenbart behov av grundläggande principer.

Investerarrättigheter är grundläggande för obligationsmarknaden. Principer och regler på detta område kan verka för att skapa ramar för vad som gäller i olika situationer i förhållande till de rättigheter som är knutna till obligationsinnehavarna, men kan även verka för att befästa agentens roll och funktion på marknaden såsom företrädare för obligationsinnehavarekollektivet, vilket kan vara särskilt påkallat i situationer där emittenten bryter mot eller riskerar att bryta mot obligationsvillkoren och de konsekvenser som kan följa därav.

6) Hantering framåt

Kollegiet önskar en fördjupad analys kring behovet av och formerna för överordnade principer på obligationsmarknaden utöver vad som framkommer av Promemorian. Kollegiet efterlyser därvidlag att Föreningen påbörjar ett arbete med en självreglering i denna form, där samtliga intressentgrupper på Obligationsmarknaden inbjuds att delta.

Kollegiet anser att det är en god idé att dialog förs med *Stockholm Centre for Commercial Law* angående behovet av akademisk forskning för vissa av principerna, men att en sådan dialog/sådant arbete inte hindrar att få till stånd struktur, grundläggande principer och ett organ inom ramen för god sed på Obligationsmarknaden.

Självreglering innebär att marknadsaktörerna själva får vara med och besluta om regelverkets utformning, vilket enligt Kollegiets uppfattning har fördelen av marknadsnära, ändamålsenliga regler med hög efterlevnad. Det finns en uppenbar risk att denna möjlighet till ändamålsenlig självreglering kringkärs genom lagstiftning och myndighetsföreskrifter, om marknaden inte själv på ett ändamålsenligt sätt tar hand om de risker som föreligger.

Vänliga hälsningar

Gun Nilsson

Ordförande

Björn Kristiansson

Verkställande ledamot