



JURIDISKA FAKULTETEN

VID LUNDS UNIVERSITET

William Carlberg Johansson

Företagsobligationsmarknaden och  
likabehandlingsprincipen – en analys  
av principens tillämplighet och  
räckvidd

JURM02 Examensarbete

Examensarbete på juristprogrammet

30 högskolepoäng

Handledare: Katarina Olsson

Termin: HT 2023

# Innehåll

Summary .....	4
Sammanfattning .....	5
Förord.....	6
Förkortningar.....	7
1 Inledning .....	8
1.1 Bakgrund .....	8
1.2 Syfte och problemformulering .....	10
1.3 Metod.....	11
1.4 Material.....	13
1.5 Disposition.....	15
2 Allmänt om obligationer och företagsobligationsmarknaden.....	16
2.1 Vad är en företagsobligation?.....	16
2.2 Primär- och sekundärmarknaden .....	19
2.3 Aktörer.....	19
2.4 Rättsligt regelverk .....	21
3 Krav och rätt till likabehandling.....	23
3.1 Allmänt om EU-regleringen och införlivandet i svensk rätt.....	23
3.2 Likabehandling enligt EU-rätten .....	24
3.2.1 Lexikalisk tolkning.....	24
3.2.2 Systematisk tolkning .....	25
3.2.3 Syftes- och ändamålsenlig tolkning .....	26
3.2.4 Tolkning av artikeln i ett antal medlemsländer i samband med införlivandet .....	31
3.2.5 Sammanfattande reflektioner avseende likabehandling och artikel 18.1 i öppenhetsdirektivet.....	33
3.3 Likabehandling enligt svensk rätt.....	34
3.3.1 Inledning .....	34
3.3.2 Jämförelser med aktiebolagsrättens likabehandlingskrav.....	35
3.3.3 Finns det en likabehandlingsprincip på den svenska företagsobligationsmarknaden? .....	38
3.4 Sammanfattande reflektioner avseende rätt och krav på likabehandling utifrån EU-rätten och svensk rätt .....	40
4 Likabehandlingsprincipens räckvidd .....	42
4.1 Allmänt om partsförhållandena och utgångspunkter för den fortsatta analysen .....	42
4.2 Emittent och fordringsägare .....	42
4.3 Obligationslåneagent och fordringsägare .....	44

4.4	Fordringsägare och fordringsägare.....	46
4.5	Sammanfattande reflektioner avseende i vilka relationer en likabehandlingsprincip är gällande .....	54
5	Avslutning.....	55
	Källförteckning .....	56
	Rättsfallsförteckning .....	63

## Summary

The corporate bond market has thrived in the past decade and emerged as a compelling capital source for companies, particularly in light of the tighter restrictions placed on banks following the financial crisis. Notwithstanding its growth, the legal aspects of the market have not received sufficient coverage in Swedish legal literature. This study seeks to examine the presence of a principle of equal treatment in the Swedish corporate bond market.

A key aspect of the analysis is Article 18(1) of the Transparency Directive, as transposed in Sweden via Chapter 18, Section 3 of the Securities Market Act. The analysis assesses whether the equal treatment principle requires substantive equality in addition to an informational requirement. The considered view is that under EU law, the obligation to provide equal treatment is exclusively related to the provision of information. This conclusion is supported by a systematic and teleological interpretation of Article 18(1) and by CJEU case law, particularly the *Audiolux* case. However, upon examining the interpretations from other Nordic countries at the time of implementation, there appears to be a lack of uniform understanding regarding the provision's interpretation.

The analysis then continues with a focus on Swedish law, which is feasible as the Transparency Directive is a minimum directive. Although EU law likely stipulates solely an obligation for informational equal treatment, the paper argues for the existence of a substantive principle of equal treatment at the Swedish level. This stance is reinforced by illustrating comparable situations in pursuant to Swedish company law, where the significance of the equal treatment principle for a properly operating market is emphasized. The PECL and DCFR also support this view.

The principle of equal treatment must be observed in several relationships within the corporate bond market, specifically in the interactions between issuers and bondholders, as well as between bond agents and bondholders. The legal regulation for the former is primarily located in Chapter 18, Section 3 of the Securities Market Act, while for the latter, it is primarily derived from the Standard Terms and Conditions for Bonds. Even without such terms, it appears that a comparable requirement is probable to exist as a commercial practice between bond agents and creditors. The demand to treat each other in an equally substantial way is also viewed as applicable between creditors, and this stems from the fact that their interactions within a bond loan can be viewed as an unincorporated partnership (*Sw. enkelt bolag*).

It is noteworthy that the matter discussed in this paper has not been tried by a court in Sweden. Finally, to support a strong and reliable market with efficient capital allocation, the need for further studies to deepen the legal understanding of the Swedish corporate bond market is highlighted.

# Sammanfattning

Företagsobligationsmarknaden har blomstrat det senaste decenniet och blivit en alltmer attraktiv kapitalkälla för företag, särskilt i ljuset av de strängare restriktioner som införts för banker efter finanskrisen. Trots tillväxten har de rättsliga aspekterna av marknaden fått begränsad uppmärksamhet inom den svenska juridiska litteraturen. Denna uppsats syftar till att utreda huruvida en likabehandlingsprincip finns på den svenska företagsobligationsmarknaden.

En central utgångspunkt för analysen är artikel 18.1 i öppenhetsdirektivet, som har implementerats i Sverige genom 18 kap. 3 § i lagen om värdepappersmarknaden. Analysen undersöker i vilken grad likabehandlingsprincipen, förutom ett krav på lika information, också ställer krav på materiell likabehandling. Slutsatsen är att likabehandlingskravet enligt EU-rätten endast begränsas till informationsfrågor. Denna slutsats stöds av en systematisk och ändamålsenlig tolkning av artikel 18.1 samt av EU-domstolens praxis, särskilt rättsfallet *Audiolux*. Genom att undersöka tolkningarna från övriga nordiska länder vid implementeringen framgår dock att det inte råder en enhetlig syn på hur bestämmelsen ska förstås.

Analysen fortsätter sedan med fokus på svensk rätt. Detta är möjligt eftersom öppenhetsdirektivet är ett minimidirektiv. Trots att EU-rätten endast fastställer ett krav på informationsmässig likabehandling, argumenterar uppsatsen för existensen av en materiell likabehandlingsprincip på svensk nivå. Denna tolkning stöds av jämförelser med likabehandlingsprincipens funktion inom associationsrätten och aktiebolagsrätten, där dess betydelse för en välfungerande marknad understryks. Även PECL och DCFR stödjer detta synsätt.

Den beskrivna likabehandlingsprincipen är tillämplig i flera relationer på den svenska företagsobligationsmarknaden, inklusive i förhållandet mellan emittent och obligationsägare samt mellan obligationslånagent och obligationsägare. Regleringen av den första situationen återfinns främst i 18 kap. 3 § i lagen om värdepappersmarknaden, medan den senare situationen härleds från SSMA-villkoren. Även utan sådana villkor antyder analysen att ett liknande krav sannolikt föreligger enligt handelsbruk mellan obligationslåneagent och fordringsägare. Kravet att behandla varandra materiellt lika anses även gälla fordringsägare emellan, och detta härleds direkt från att deras interaktioner under ett obligationslån ofta kan betraktas som ett enkelt bolag.

Det är viktigt att påpeka att frågan som behandlas i uppsatsen ännu inte har prövats i allmän domstol i Sverige. För att stödja en stark och pålitlig marknad med effektiv kapitalallokering framhålls avslutningsvis behovet av ytterligare studier för att fördjupa den rättsliga förståelsen av den svenska företagsobligationsmarknaden.

# Förord

Denna uppsats markerar slutet på min tid i Lund. Vid examen från juristprogrammet vill jag rikta ett hjärtligt tack till dem som har gjort denna tid så minnesvärd.

Till min handledare – din hjälp har varit ovärderlig. Tack för att du har delat med dig av din erfarenhet och för dina givande kommentarer.

Till mina kollegor vid ACLU – ett stort tack för all tid.

Till mina vänner – era skratt och glädje har gjort dessa år oförglömliga. Tack för alla delade stunder.

Och sist men inte minst, till min fantastiska flickvän Amalie – ditt stöd har varit min trygghet. Tack för att du alltid finns där vid min sida.

Ni har alla präglat min tid i Lund, och jag kommer se tillbaka på studietiden med glädje.

Tack,

William Carlberg Johansson

Lund, december 2023

## Förkortningar

BNP	Bruttonationalprodukt
DCFR	Draft Common Frame of Reference, Principles, Definitions and Model Rules of European Private Law
Emittentreglerna	Nasdaq's Rulebook for Issuers of Fixed Income Instruments
EU	Europeiska unionen
FEUF	Fördraget om Europeiska unionens funktionssätt
Fitch	Fitch Ratings, Inc
HY-obligationer	High yield-obligationer
IG-obligationer	Investment grade-obligationer
Moody's	Moody's Investors Services, Inc
NJA	Nytt Juridiskt Arkiv
NOU	Norges offentlige utredninger
OECD	Organisationen för ekonomiskt samarbete och utveckling
Ot.prp	Odelstingsproposisjon (Norge)
OTC-handel	Over the Counter-handel
PECL	Principles of European Contract Law
Prop.	Proposition
RH	Rättsfall från hovrätterna
RP	Regeringspropositioner (Finland)
SOU	Statens offentliga utredningar
SSMA-villkoren	Standard Terms and Conditions for Bonds
Standard & Poor's	Standard & Poor's Financial Services LLC

# 1 Inledning

## 1.1 Bakgrund

En god tillgång till kapital är betydelsefullt för att företag ska kunna växa och för ekonomisk tillväxt i samhället. Tidigare har företag till stor del tillgodosett sitt kapitalbehov genom att ta upp penninglån hos banker. Sedan starten av finanskrisen har emellertid banker blivit alltmer restriktiva när det gäller att låna ut kapital, bland annat på grund av hårdare kapitaltäckningskrav.<sup>1</sup> Det här har skapat ett behov för företag att finna andra finansieringsformer, där man under senaste decenniet sett en avsevärd tillväxt i den svenska företagsobligationsmarknaden som följd.<sup>2</sup> De ökade emissionsvolymerna av företagsobligationer kan även förklaras i det låga ränteläget som rått fram till mitten av 2022, vilket gjort obligationer till ett alltmer förmånligt investeringsalternativ.<sup>3</sup> Att företag blir mer diversifierade i sin finansiering minskar även riskerna i det ekonomiska systemet vilket är positivt från ett makroekonomiskt perspektiv.<sup>4</sup> Till exempel medför en sådan diversifiering att ett företags exponering mot en potentiell bankkris minskar.<sup>5</sup> En effektiv kreditmarknad leder därtill till att produktiva företag kopplas samman med investerare/banker och därmed får tillgång till kapital för att bedriva sin verksamhet.<sup>6</sup> Ekonomiska studier slår fast att det finns ett visst samband mellan storleken och tillväxten på ett lands obligationsmarknad och tillväxt i landet mätt i BNP.<sup>7</sup> Resultatet av en välfungerande marknad blir sammantaget en ökad välfärd i samhället.<sup>8</sup>

I samband med coronapandemins utbrott uppmärksammades emellertid ett antal problem med den svenska obligationsmarknaden. Den finansiella osäkerhet som rådde under 2020 medförde en stor skepsis på marknaden med stigande riskpremier som följd och en vilja hos investerare att sälja sina riskfyllda tillgångar.<sup>9</sup> Investerare mötte emellertid problem med att avyttra sina obligationer då efterfrågan på värdepapper var betydligt lägre än utbudet. Information om vilket pris tillgångarna såldes till var även bristfällig och transparensen i allmänhet ansågs vara låg. Företagsobligationsmarknadens funktionssätt kom därmed att ifrågasättas i en riksbanksstudie.<sup>10</sup>

---

<sup>1</sup> Se Wahlstedt, s. 176.

<sup>2</sup> Se Darmouni & Papoutsi, s. 5; Wahlstedt, s. 176.

<sup>3</sup> Se Sandstedt, s. 2; Sveriges Riksbank (2023), diagram över styrränta. Det sagda gäller jämfört med andra räntebärande tillgångar såsom statspapper, se Sandstedt, s. 2.

<sup>4</sup> Se Wollert, s. 4; jfr Andreasson & Lidman, s. 71.

<sup>5</sup> Se Darmouni & Papoutsi, s. 2; Herring & Chatusripitak, s. 2, 23.

<sup>6</sup> Se Andreasson & Lidman, s. 71.

<sup>7</sup> Se Pradhan m.fl., s. 61; Wachtel, s. 357–358.

<sup>8</sup> Se Andreasson & Lidman, s. 71.

<sup>9</sup> Se Sandstedt, s. 2.

<sup>10</sup> Se Sandstedt, s. 2.



Trots de belysta problemen ökade storleken på marknaden från 2020 till och med 2022 med drygt 14 %. Värdet på utomstående obligationer på den svenska obligationsmarknaden var 503 miljarder SEK år 2022, jämfört med år 2020 då samma motsvarande siffra var 441 miljarder SEK.<sup>11</sup> En orsak till denna tillväxt kan möjligen vara att branschorganisationen Svensk Värdepappersmarknad i slutet av 2020 antog en rekommendation med syftet att öka transparensen genom självreglering.<sup>12</sup> I en uppföljning som genomfördes av organisationen i juni 2022 menade nämligen majoriteten av respondenterna att transparensen ökat till följd av deras rekommendation.<sup>13</sup> Samtidigt gav OECD i oktober 2022 ut en rapport där bland annat bristande transparens och likviditet återigen pekades ut som problem på den svenska obligationsmarknaden.<sup>14</sup> En faktor som kan anses påverka bedömningen av transparensen är i vilken mån obligationsägare likabehandlas exempelvis i frågor om information.<sup>15</sup> OECD framförde i sin rapport att det är oklart hur pass vidsträckt en sådan likabehandlingsprincip är på den svenska företagsobligationsmarknaden.<sup>16</sup>

Principen om likabehandling är central inom associationsrätten, inte minst inom aktiebolagsrätten. Det lyfts ofta inom litteraturen att denna princip är en grundförutsättning för att kunna attrahera investerare genom att skydda dessa från att det ekonomiska värdet förskjuts från en aktieägare till en annan.<sup>17</sup> Reglerna om likabehandling blir därigenom ett nödvändigt villkor för en välfungerande värdepappersmarknad som allmänheten har förtroende för, vilket i förlängningen leder till en effektiv kapitalallokering.<sup>18</sup> På motsvarande sätt kan en ineffektiv marknad anses leda till marknadsmisslyckanden med minskad investeringsvilja och lägre ekonomisk tillväxt som följd.<sup>19</sup> Samma skäl skulle man kunna anses göra gällande även på obligationsmarknaden.<sup>20</sup> I 18 kap. 3 § lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden finns det en bestämmelse som skulle anses ge stöd för att motsvarande krav på likabehandling även existerar där.<sup>21</sup> Lagrummet anger att "[e]n utgivare av skuldebrev skall se till att alla innehavare av sådana skuldebrev som har getts ut samtidigt och på samma villkor behandlas lika när det gäller de rättigheter som är knutna till skuldebreven". Det råder dock

---

<sup>11</sup> Se Nordic Trustee (2022), s. 58.

<sup>12</sup> Se Svensk Värdepappersmarknad (2020), s. 1–8.

<sup>13</sup> Se Svensk Värdepappersmarknad (2022a), s. 1–2.

<sup>14</sup> Se OECD, s. 9.

<sup>15</sup> Se Andreasson & Lidman, s. 80–81. Hädanefter ligger fokus på likabehandling av företagsobligationsägare i framställningen. För en diskussion om andra rättsliga frågor på svenska företagsobligationsmarknaden, se Lidman (2023b), s. 15–69.

<sup>16</sup> Se OECD, s. 39–40.

<sup>17</sup> Se t.ex. Bergström & Samuelsson, s. 45; Lidman (2021), s. 2.

<sup>18</sup> Se Andreasson & Lidman, s. 81; Lidman (2020), s. 250–252; Stattin, s. 118–119.

<sup>19</sup> Se Mishra m.fl., s. 131; jfr Andreasson & Lidman, s. 71–72.

<sup>20</sup> Jfr Andreasson & Lidman, s. 83.

<sup>21</sup> Se Göthlin, s. 209–210; Andrews (2022), s. 300; jfr Lidman (2023a), s. 798.

oenighet inom doktrinen hur extensivt man ska tolka det aktuella lagrummet och i vilken mån det på företagsobligationsmarknaden existerar en allmän likabehandlingsprincip.<sup>22</sup> Min avsikt med denna uppsats är att bidra till denna diskussion genom att utreda gällande rätt.

## 1.2 Syfte och problemformulering

Syftet med framställningen är att utreda huruvida det finns en allmän likabehandlingsprincip i regleringen av företagsobligationsmarknaden. En utgångspunkt för detta är artikel 18.1 i öppenhetsdirektivet<sup>23</sup> som för svensk del har genomförts genom 18 kap. 3 § lagen om värdepappersmarknaden. Direktivet och lagrummet tolkas olika av medlemsländerna samt inom doktrinen, där somliga till exempel hävdar att artikelns tillämpningsområde begränsas till informationsgivningsfrågor, medan andra är mer extensiva i sin tolkning och hävdar att det ger stöd för en allmän princip om materiell likabehandling på företagsobligationsmarknaden.<sup>24</sup> Detta leder fram till framställningens övergripande frågeställning:

*I vilken utsträckning finns det en allmän likabehandlingsprincip på den svenska företagsobligationsmarknaden, särskilt mot bakgrund av artikel 18.1 i öppenhetsdirektivet och 18 kap. 3 § lagen om värdepappersmarknaden?*

För att besvara en sådan frågeställning behöver hänsyn tas till vilket syfte som finns med obligationslånet för emittenten och, från ett investerarperspektiv, vilka skyddsskäl som gör sig gällande. Det fordras därutöver att man ställer sig frågan mellan vilka aktörer principen kan göras gällande. En sådan analys innefattar till exempel om relationen emittent-fordringsägare ska ses på samma sätt som relationen fordringsägare-fordringsägare. Ett led i det senare blir att utreda hur man rättsligt ska klassificera detta förhållande, till exempel om det kan liknas med ett enkelt bolag. Därutöver är det bland annat av vikt att se vilken skyldighet obligationslåneagenten har i förhållande till fordringsägarna. Detta kan sammanfattas i underfrågeställningen:

*I vilka relationer är en eventuell likabehandlingsprincip tillämplig?*

I avsnitten 4.1 och 4.4 sker en viss ytterligare avgränsning av det nu beskrivna syftet. Anledningen till att detta inte beskrivs här – eller i ett separat

---

<sup>22</sup> Jfr Lidman (2023a), s. 807–808; Andrews (2022), s. 300, 374; Göthlin, s. 209–210.

<sup>23</sup> Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/109/EG av den 15 december 2004 om harmonisering av insynskraven angående upplysningar om emittenter vars värdepapper är upptagna till handel på en reglerad marknad och om ändring av direktiv 2001/34/EG.

<sup>24</sup> Jfr Lidman (2023a), s. 798, 803–807; Andrews (2022), s. 300, 374; Göthlin, s. 209–210; avsnitt 3.2.4.

avgränsningsavsnitt – motiveras av att det görs enklast och tydligast i den löpande texten.

### 1.3 Metod

Uppsatsen är en rättsvetenskaplig studie som i huvudsak grundar sig på lagtext, förarbeten, rättspraxis och rättsvetenskaplig litteratur för att utreda frågeställningarna och därmed fastställa gällande rätt. Ofta beskrivs detta tillvägagångssätt som den rättsdogmatiska metoden. Ett problem med att slentrianmässigt hänvisa till metoden är emellertid att det inte finns en entydig definition av vad som menas med denna metodlära inom den juridiska litteraturen.<sup>25</sup> Likt Beshar framhäver behöver detta dock inte vara en svaghet, utan ger i stället författaren möjlighet att med egna ord beskriva hur den löser sin forskningsfråga.<sup>26</sup> Det är min avsikt att göra detta i följande avsnitt.

Centralt för framställningen är tolkningen av 18 kap. 3 § lagen om värdepappersmarknaden. Då regeln har sitt ursprung i ett EU-direktiv, bör en tolkning av bestämmelsen ske direktivkonformt i enlighet med syftet och ordalydelsen i öppenhetsdirektivet.<sup>27</sup> Vilka syften som finns med ett direktiv kan klargöras genom att läsa skälen, även om det inte strikt är juridiskt bindande.<sup>28</sup> Vid tolkning av EU-rättsakter använder EU-domstolen – vilken enligt artikel 267 FEUF är behörig att tolka EU-rätten – bland annat sig av språklig, systematisk samt syftes- och ändamålsenlig tolkning.<sup>29</sup> Den här uppsatsen avser att använda samma tillvägagångssätt vid tolkning av öppenhetsdirektivet. Innebörden av tolkningsmetoderna kommer beskrivas löpande i kapitel tre i stället för här, vilket motiveras av att det är tydligast att det görs parallellt med analysen.

Då öppenhetsdirektivet är ett s.k. minimidirektiv finns det emellertid möjlighet att nationellt ha regler som är mer långtgående så länge syftet inte förfelas.<sup>30</sup> En naturlig metod blir sålunda först att studera vad som kan anses vara miniminivån av likabehandling enligt EU-rätten för att därefter analysera om svensk rätt har ett mer långtgående skydd. Här är det på sin plats att diskutera vilken inbördes syn på de svenska rättskällorna som anläggs i uppsatsen. En grundsten i det svenska rättsväsendet är lagar vilka tillkommit genom att riksdagen stiftat dem.<sup>31</sup> I enlighet med detta bör lagstiftningen erkännas formell auktoritet i uppsatsen och ges företräde framför andra

---

<sup>25</sup> Se Heuman, s. 61–64; Kleineman, s. 21.

<sup>26</sup> Se Beshar, s. 47; jfr även Heuman, s. 61–63.

<sup>27</sup> Se Bernitz & Bernitz (2023a), s. 69, 81; EU-domstolens dom, mål 6/62.

<sup>28</sup> Se Bernitz & Bernitz (2023a), s. 76–77.

<sup>29</sup> Jfr EU-domstolens dom, C-387/19, p. 33.

<sup>30</sup> Se artikel 3.1 i öppenhetsdirektivet; Lidman (2023a), s. 807.

<sup>31</sup> Jfr 1 kap. 1 § 3 st regeringsformen (1974:152).

rättskällor vid konflikt.<sup>32</sup> Förarbeten som tas fram i lagstiftningsprocessen kan inte anses medföra samma lydtnadskrav som lagtexten men bör fortfarande ses som en viktig rättskälla.<sup>33</sup> En sådan ordning visar en respekt mot tanken att motiven är utformade för att bistå vid rättstillämpningen.<sup>34</sup> Jag delar dock i denna del Kleinemans åsikt att lagförarbeten inte ensamt kan vara avgörande när man fastställer gällande rätt utan man bör likväl beakta andra ändamålsriktade resonemang, vilket till exempel kan vara uttalanden i doktrinen.<sup>35</sup> Detta kan i sin tur leda till att man premierar en annan lösning än den som ges i motiven.<sup>36</sup> Att utöver förarbetena även beakta doktrinen gör sig särskilt tydligt när det rör sig om tolkning av regler med ursprung i ett EU-direktiv, något som är fallet här.<sup>37</sup> Uppsatsens bedömning av uttalandenas relevans i den juridiska litteraturen blir således beroende av styrkan i den presenterade argumentationen. Desto mer övertygande och välgrundad argumentationen är, desto större vikt kommer att ges åt påståendena.<sup>38</sup>

Avgöranden från Högsta domstolen anses vidare vara en rättskälla med formell auktoritet.<sup>39</sup> Skälen till detta ställningstagande är två. I NJA 1994 s. 194 anger Högsta domstolen att underrätter inte är bundna av prejudikat, men att avvika från dem kan vara indikation på att man gjort sig skyldig till fel eller försummelse om man inte ”anför rimliga skäl för att tillämpa lagen på ett annat sätt”.<sup>40</sup> Därtill kan man mena att praxis som rättskälla förstärks av det som framgår av 3 kap. 6 § rättegångsbalken (1942:740).<sup>41</sup>

Vid analys av huvudfrågeställningen görs även jämförelser med andra länder. Motivet till detta är att fördjupa diskussionen och jämföra hur andra unionsmedlemmar valt att genomföra och tolka artikel 18.1 i öppenhetsdirektivet. Detta görs med andra ord i syfte att utröna vad som kan anses vara en rimlig tolkning av artikeln. De rättsordningar som lyfts fram i uppsatsen är dansk, finsk och norsk<sup>42</sup> rätt. Anledningen till att dessa tre nordiska länderna väljs är dels att juridiskt material från länderna är relativt

---

<sup>32</sup> Se Kleineman, s. 28; Heuman, s. 70, 123; jfr Strömholm, Lyles & Valguarnera, s. 352–353, 389.

<sup>33</sup> Se NJA 2005 s. 385; Heuman, s. 70; jfr Dryselius, s. 52–53.

<sup>34</sup> Se Strömholm, Lyles & Valguarnera, s. 375–376; Kleineman, s. 28–29; Pecenzik, s. 242–246.

<sup>35</sup> Se Kleineman, s. 28–29.

<sup>36</sup> Se Kleineman, s. 29; jfr Strömholm, Lyles & Valguarnera, s. 386–390; Dryselius, s. 39–40, 52–55.

<sup>37</sup> Se Pecenzik, s. 258.

<sup>38</sup> Jfr Kleineman, s. 28–29.

<sup>39</sup> Se Kleineman, s. 28.

<sup>40</sup> Jfr även SOU 1986:1, s. 64; Ramberg, s. 53–60.

<sup>41</sup> Se Heuman, s. 70.

<sup>42</sup> Även om Norge inte är medlem i EU har de införlivat öppenhetsdirektivet till följd av deras medlemskap i Europeiska ekonomiska samarbetsområdet (EES), se Appendix IX till avtalet om EES.

lättillgängligt samt förståeligt, dels att det historiskt funnits ett samarbete mellan länderna på civilrättens område.<sup>43</sup>

Därutöver sker även en jämförelse med s.k. soft law. Med detta menas att använda rättsliga instrument som inte formellt är rättsakter men som kan vara vägledande i brist på annan tolkningsdata.<sup>44</sup> Det kan till exempel röra sig om internationella principalsamlingar och självreglering inom näringslivet. Exempel på principalsamlingar är PECL och DCFR vilka avser att sammanställa grundläggande regler inom den internationella avtalsrätten. För att bestämma gällande rätt kan innehållet i dessa tillmätas viss betydelse, då Högsta domstolen själv gör det i ett flertal avgöranden.<sup>45</sup> Nära förknippat med det sagda är frågan om den rättsliga relevansen av eventuell sedvänja inom näringslivet. En utbredd och välkänd sedvänja kan nämligen ses som en självständig rättskälla.<sup>46</sup> Betydelsen av det senare blir särskilt relevant när det analyseras om det existerar en likabehandlingsprincip mellan fordringsägare och obligationslåneagenten.

I vissa delar av uppsatsen diskuteras även paralleller från annan lagstiftning. Syftet är att använda dessa lagbestämmelser som tolkningsdata för att utröna hur regleringen av företagsobligationsmarknaden ska förstås. Med andra ord analyseras 18 kap. 3 § lagen om värdepappersmarknaden i förhållande till snarlika bestämmelser för att därigenom erhålla en fördjupad insikt i hur det lagrummet ska appliceras. En sådan metod beskrivs ibland som en systematisk tolkning.<sup>47</sup> Det bör noteras att detta delar vissa likheter med det som benämns laganalogi. Pecenzik framhäver emellertid att man bör skilja mellan dessa två metoder och ifall en tolkning kan anses rymmas inom en bestämmelses ordalydelse bör det betraktas som en lagtolkning.<sup>48</sup>

## 1.4 Material

Materialet som används för att besvara frågeställningen och dess underfrågeställningar har valts ut med beaktande av det som skrivits inom ämnet. Vid tolkning av EU-direktivets artikel 18.1 har inledningsvis tillhörande skäl en betydelsefull roll. Tolkningar av artikeln har likaså gjorts i delar av litteraturen. Här kan till exempel nämnas Lidmans artikel *Finns det en värdepappersmarknadsrättslig princip om likabehandling av obligationsinnehavare* som utförligt beskriver hur man skulle kunna tolka

---

<sup>43</sup> Se Danelius, s. 1–14. Det ska framhävas att samarbetet enligt samma artikel inte är lika tydligt idag, bland annat på grund av att samarbetet inom EU intensifierats. Jfr även Bernitz, Bernitz & Carlsson, s. 30.

<sup>44</sup> Se Carlsson (2023a), s. 97.

<sup>45</sup> Se Ramberg & Ramberg, s. 28. För Högsta domstolen avgöranden, se t.ex. NJA 2019 s. 23, NJA 2018 s. 19, NJA 2014 s. 1006 och NJA 2013 s. 1190.

<sup>46</sup> Se Bernitz & Bernitz (2023b), s. 190–191.

<sup>47</sup> Se Pecenzik, s. 330, 335.

<sup>48</sup> Se Pecenzik, s. 345–346; jfr även Pecenzik, s. 349.

artikel 18.1 i öppenhetsdirektivet. Från ett EU-rättsligt perspektiv lyfts även åsikter från Grundmanns *European Company Law*, Veils *European Capital Markets Law* och Moloneys *EU Securities and Financial Markets Regulation*. Även avgöranden från EU-domstolen inom snarlika rättsområden är till nytta i analysen av den unionsrättsliga bestämmelsen. För att belysa hur EU-domstolen tolkar direktiv och skäl i allmänhet, används i huvudsak Riesenhubers (red.) *European Legal Methodology*, Becks *The legal reasoning of the court of Justice of the EU* samt ett flertal avgöranden från EU-domstolen.

För att fördjupa diskussionen om tolkningen av artikel 18.1 i öppenhetsdirektivet framhävs tolkningar från Norge, Finland och Danmark. För samtliga av dessa länder studeras respektive lands reglering med betoning på det som framhävs i ländernas förarbeten.

För tolkning av den svenska bestämmelsen i 18 kap. 3 § lagen om värdepappersmarknaden används främst svenska förarbeten tillsammans med det som skrivits i frågan inom doktrinen i Sverige. Det ska framhävas att frågan är sparsamt behandlad i Sverige. Av de författare som skrivit om ämnet kan Lidman och Andreasson inledningsvis nämnas, vilka utgivit ett antal artiklar på området (vid ett tillfälle tillsammans). Deras åsikter om likabehandlingsprincipens räckvidd behandlas utförligt. Göthlin berör även frågan om likabehandling i sin avhandling *Prioritet och avtal* vilket likaså görs av Andrews i avhandlingen *Borgenärskollektiv*. Båda dessa avhandlingar används i uppsatsen.

Den aktiebolagsrättsliga likabehandlingsprincipen – från vilken en jämförelse görs i avsnitt 3.3.2 – behandlas huvudsakligen utifrån Bergström och Samuelssons *Aktiebolagets grundproblem*, Johanssons *Svensk Associationsrätt i huvuddrag*, Arvidssons *Associationsrättens likhets- och likabehandlingsprinciper. En analys i ljuset av NJA 2013 s. 1250* samt Andersson och Pehrsons *Likhetsprincipen och generalklausulerna*. I fråga om soft law-instrument används de två internationella principalsamlingarna *PECL* och *DCFR*.

Andrews avhandling har utöver det ovan sagda en central roll för underfrågeställningen. Författaren beskriver nämligen ingående om det, förutom en likabehandling i relationen mellan fordringsägare och emittent, bör finnas en sådan princip fordringsägare emellan. Frågan diskuteras även i hans text *Fordringshavarmöten och minoriteten*. I denna del används även material som inte direkt diskuterar förvarande frågeställning men som fortfarande kan anses betydelsefull. Här kan som exempel nämnas förarbetena till lag om handelsbolag och enkla bolag, Ramberg och Rambergs

*Allmän avtalsrätt, Nial, Hemström och Stattins Om handelsbolag och enkla bolag och Dotevalls Samarbeta i bolag.*

## 1.5 Disposition

Dispositionen för uppsatsen är följande. I nästa kapitel görs en beskrivning av vad som avses med företagsobligationer, utformningen av obligationsmarknaden, dess aktörer och vilka regleringar det finns på området. Detta har som syfte att ge läsaren en grundläggande förståelse av området och inom vilken kontext en eventuell likabehandlingsprincip gäller.

I det tredje kapitlet diskuteras artikel 18.1 i öppenhetsdirektivet och dess svenska kodifiering genom 18 kap. 3 § lagen om värdepappersmarknaden. Avsnittet inleds med att presentera de relevanta bestämmelserna och utgångspunkter för den fortsatta analysen. Därefter följer en redogörelse för vilken typ av likabehandling som följer av artikel 18.1 i öppenhetsdirektivet. När detta är klargjort behandlas om svensk rätt medger en mer långtgående likabehandlingsprincip, vilket främst görs utifrån möjligheten att göra jämförelser med regler från aktiebolagsrätten samt soft law-instrument.

Utifrån de slutsatser som dras i det kapitlet, behandlas i kapitel fyra mellan vilka aktörer som en eventuell likabehandlingsprincip gör sig gällande. Detta diskuteras utifrån förhållandena emittent-fordringsägare, obligationslåneagent-fordringsägare samt fordringsägare-fordringsägare. I den sistnämnda situationen sker en jämförelse med det enkla bolaget och om relationen fordringsägare emellan kan ses som ett sådant.

I uppsatsens avslutande kapitel sammanfattas de slutsatser som gjorts löpande tidigare i texten. Syftet är att på ett samlat sätt ge läsaren min syn på gällande rätt och existensen av en likabehandlingsprincip. Detta inkluderar frågorna (i) i vilka situationer den gäller samt (ii) mellan vilka likabehandlingsprincipen kan åberopas.

## 2 Allmänt om obligationer och företagsobligationsmarknaden

### 2.1 Vad är en företagsobligation?

I svensk rätt finns det ingen legaldefinition för vad som ska klassas som en obligation. Från en ekonomisk synvinkel kan man emellertid förenklat säga att en obligation är en form av lån vilket har en löptid som överstiger ett år.<sup>49</sup> Investerare har överfört kapital till ett företag med löfte om att senare få tillbaka beloppet inklusive ränta. Företagsobligationer medför nämligen ofta en rätt för innehavarna att årligen erhålla en ränteutbetalning (*kupong*) samt en slutbetalning (*nominellt värde*) vid förfalldatumet.<sup>50</sup> Därigenom återbetalas fordringsägare för de lån dessa givit. Dessa typer av obligationer brukar benämnas *kupongobligationer* och ska skiljas från *nollkupongobligationer* som endast ger rätt till ett nominellt värde vid förfalldatumet. Avsaknaden av kupongutbetalningar innebär att innehavare av nollkupongobligationer i stället erhåller deras avkastning genom att det nominella beloppet dessa får vid förfalldagen sätts högre.<sup>51</sup>

Oavsett vilken typ av företagsobligation det rör sig om är beloppen bestämda på förhand, vilket innebär att investeraren redan vid emissionsdagen vet hur mycket som kommer betalas ut med anledning av lånet.<sup>52</sup> Om man exempelvis innehar en kupongobligation med en löptid på fem år, en årlig kupong på 5 kr och ett nominellt värde på 100 kr, kommer det betalas ut ( $5 \cdot 5 + 100 =$ ) 125 kr om man behåller obligationen till förfalldagen. Det sagda innebär att innehavaren inte har möjlighet att tillgodogöra sig ett större kassaflöde om det går bra för företaget.<sup>53</sup>

De individuella obligationerna utgör i sin tur delar av ett större lånearrangemang. Med detta menas att flera enskilda företagsobligationer – tillsammans med deras fordringsägare – kollektivt utgör ett enda obligationslån.<sup>54</sup> Antag till exempel att ett företag vid samma tillfälle emitterar obligationer med identiska villkor<sup>55</sup> till investerarna A, B och C. Investerare A tilldelas ”Obligation 1”, investerare B tilldelas ”Obligation 2”, och investerare C tilldelas ”Obligation 3”. Dessa tre obligationer, numrerade

---

<sup>49</sup> Se SOU 2006:50, s. 105; Wahlstedt, s. 174.

<sup>50</sup> Se Wahlstedt, s. 174.

<sup>51</sup> Se SOU 2017:115, s. 79. Värderingen av obligationen kan emellertid variera på sekundärmarknaden under dess löptid, bland annat på grund av ändrat kreditbetyg för emittenten (kreditrisken) och hur dess kupongränta förhåller sig till den som ges hos nyemitterade obligationer (ränterisken). För mer utförlig diskussion om prissättning av obligationer, se Landeman, Andrén & Hellesnes, s. 58–65.

<sup>52</sup> Se SOU 2017:115, s. 81; Wahlstedt, s. 174–175.

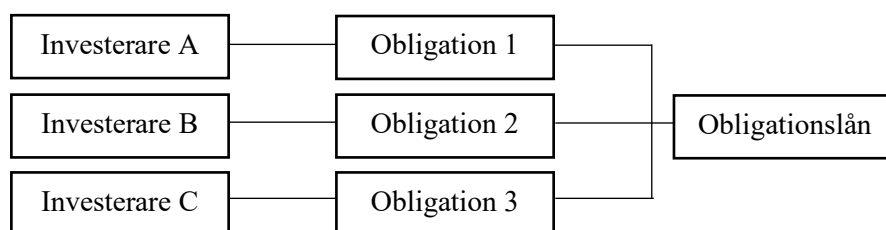
<sup>53</sup> Se Wahlstedt, s. 177.

<sup>54</sup> Se Andrews (2022), s. 293–294.

<sup>55</sup> Se avsnitt 4.2 för beskrivning om vad som avses med termen; jfr även vad som sägs här strax nedan.



1–3, representerar komponenter i det gemensamma lån (obligationslån) som emittenten har tagit upp. Schematiskt kan exemplet illustreras på följande sätt:



Strukturen uppvisar vissa likheter med det som vanligtvis benämns som syndikerade lån.<sup>56</sup> Ett syndikerat lån innebär i korthet att ett flertal långivare skapat ett kollektiv varifrån de gemensamt tillhandahåller finansiering åt låntagaren.<sup>57</sup> Enligt Andrews är det dock inte lika enkelt att rättsligt klassificera obligationsinnehavarnas mellanhavanden vid ett obligationslån, jämfört med vid ett syndikerat lån.<sup>58</sup> Betydelsen av hur fordringshavarnas relation ska förstås är något jag har anledning att återkomma till i kapitel fyra.

Till obligationen hör mer eller mindre omfattande villkor. En ytterlighet är att obligationsvillkoren är kortfattade och endast anger det som är direkt nödvändigt såsom kupongränta, nominellt värde och löptid.<sup>59</sup> Att ha mer utförliga villkor knutna till obligationslånet än så är emellertid inte ovanligt, där många är baserade på Svensk Värdepappersmarknads *Standard Terms and Conditions for Bonds* ("SSMA-villkoren").<sup>60</sup> Villkoren kan bland annat innefatta ett bemyndigande att en obligationslåneagent<sup>61</sup> ska representera fordringsägarna inför företaget, förfaranden inför och i samband med fordringshavarmöten samt obligationernas inbördes rätt till betalning.<sup>62</sup> Det är även vanligt förekommande att ha en klausul som stipulerar att en obligationsägare inte får vidta åtgärder på egen hand gentemot emittenten utan att allt måste – efter ett majoritetsbeslut av investerarna – ske genom agenten.<sup>63</sup>

Företagsobligationer är som man hör på namnet emitterade av företag. Det ska därmed inte förväxlas med statsobligationer och bostadsobligationer vilka ges ut av stater respektive bostadsinstitut.<sup>64</sup> Obligationer utställda av företag

<sup>56</sup> Jfr Andrews (2022), s. 143–144, 293–294.

<sup>57</sup> För ytterligare läsning om lånsyndikat och dess rättsliga klassificering, se Andrews (2022), s. 143–226.

<sup>58</sup> Se Andrews (2022), s. 293–294.

<sup>59</sup> Jfr Andrews (2022), s. 295.

<sup>60</sup> Se Landeman, Andrén & Hellesnes, s. 136.

<sup>61</sup> Se avsnitt 2.3 för definition av begreppet. Se även avsnitt 4.3 för en närmare beskrivning av obligationslåneagentens åtaganden.

<sup>62</sup> Se punkt 19, 17, 18 och 14.6 i SSMA-villkoren; Andrews (2022), s. 304–305.

<sup>63</sup> Se punkt 22 i SSMA-villkoren; Landeman, Andrén & Hellesnes, s. 138.

<sup>64</sup> Jfr Wahlstedt, s. 174; Andrews (2022), s. 236–237.

kan vidare delas in i ytterligare två underkategorier vilka brukar benämnas *investment grade* ("IG")- och *high yield* ("HY")-obligationer. Uppdelningen i de två kategorierna sker utifrån vilket kreditbetyg det emitterade företaget innehar, där de företagsobligationer som har ett högt kreditbetyg (BBB- och uppåt) tillhör kategorin IG-obligationer medan de lägre (BB+ och nedåt) tillhör den senare.<sup>65</sup> Denna åtskillnad är av principiell betydelse av tre skäl. Inledningsvis kan nämnas att vissa investerare är oförmögna att äga HY-obligationer på grund av angivelser i deras investeringsavtal. Det här medför att investerarna är tvungna att avyttra värdepapperna om det skulle komma att bli omklassade till denna kategori.<sup>66</sup> Som exempel kan tänkas att en obligation får ett ändrat kreditbetyg från BBB- till BB+. För det andra innebär ett innehav av HY-obligationer ett större risktagande inbegripet en större sannolikhet att utgivaren inte kommer fullgöra sin förpliktelse.<sup>67</sup> För att kompenseras för detta kräver investerare i regel en större riskpremie för sina lån i form av högre avkastning.<sup>68</sup> Den tredje väsentliga skillnaden är att HY-jämfört med IG-obligationer i större utsträckning aktualiserar frågor såsom ändring av obligationsvillkor, fordringshavarmöten och återköp.<sup>69</sup>

Det kan därmed anses särskilt praktiskt intressant att ha svar på likabehandlingsprincipens tillämplighet på företagsobligationsmarknaden i fråga om HY-obligationer. Detta med hänsyn till de specifika frågor som där kan uppstå, såsom ändringar i obligationsvillkor, fordringshavarmöten och de rättsliga överväganden som behöver göras i samband med dessa händelser.<sup>70</sup>

Hur ska då företagsobligationer ses utifrån en juridisk kontext? Andrews menar att ovanstående beskrivna instrument bör förstås som ett skuldebrev med stöd av skrivelserna i 4 och 23 §§ lagen (1936:81) om skuldebrev samt 18 kap. 2 § lagen om värdepappersmarknaden.<sup>71</sup> Frågan blir därefter om obligationer ska bedömas som enkla eller löpande skuldebrev. Stöd för att de ska ses som löpande skuldebrev ges i motiven till lag om värdepappersmarknaden där det kort anges att "en obligation är ett löpande skuldebrev".<sup>72</sup> Det är även den härskande åsikten inom den juridiska litteraturen att obligationer bör ses som löpande skuldebrev.<sup>73</sup> Jag delar dessa ställningstaganden och i den fortsatta framställningen anses företagsobligationer vara en form av löpande skuldebrev.

---

<sup>65</sup> Se Wahlstedt, s. 177–178. Detta gäller enligt Fitch och Standard & Poor's kreditbetygskalor. För Moody's gäller att Baa3 och uppåt klassas som IG-obligationer och Ba och nedåt klassas som HY-obligationer. Företagsobligationer som helt saknar kreditbetyg klassas som HY-obligationer.

<sup>66</sup> Se Wahlstedt, s. 178; Andrews (2022), s. 237.

<sup>67</sup> Se Andreasson & Lidman, s. 71.

<sup>68</sup> Se SOU 2017:115, s. 80–81; Wahlstedt, s. 178–179.

<sup>69</sup> Se Andreasson & Lidman, s. 71.

<sup>70</sup> Jfr Andreasson & Lidman, s. 71.

<sup>71</sup> Se Andrews (2022), s. 244.

<sup>72</sup> Se Prop. 2006/07:115, s. 255.

<sup>73</sup> Se Andrews (2022), s. 277 (fotnot 989) med där angivna hänvisningar.

## 2.2 Primär- och sekundärmarknaden

Obligationer handlas på företagsobligationsmarknaden vilken i sin tur kan delas in i en primär- respektive en sekundärmarknad. På *primärmarknaden* sker utgivandet av nya obligationer. En aktör som är intresserad av att erhålla nytt kapital utfärdar ett räntebärande värdepapper som sedan emitteras till en investerare. Resultatet blir att obligationsutgivaren erhåller kapital, med villkor att innehavaren ska erhålla ersättning i form av de ränteutbetalningar och den slutbetalning som ovan redogjorts för. Den som köpt en obligation blir därigenom fordringsägare medan den som utfärdat densamma blir låntagare.<sup>74</sup>

En betydande andel av dessa obligationer noteras på en reglerad marknad i samband med emissionen. För svenskt vidkommande rör det sig främst om Nasdaq Stockholm och Nordic Growth Market.<sup>75</sup> På dessa marknadsplatser finns det därefter möjlighet att köpa och sälja vidare befintliga obligationer, vilket benämns *sekundärmarknaden*.<sup>76</sup> Investerare som inte vill behålla obligationer till förfallodagen och då erhålla dess nominella belopp (samt eventuella kvarstående kupongutbetalningar), kan där sälja värdepapperna och erhålla ett pengaflöde redan vid försäljningstidpunkten.<sup>77</sup> Den nya ägaren övertar genom affären rollen som fordringsägare i förhållande till emittenten.<sup>78</sup> Affärer av befintliga företagsobligationer görs även i betydande omfattning utanför reglerade marknadsplatser genom exempelvis direktkontakt mellan köparen och säljaren. Ett sådant bilateralt förfarande brukar beskrivas som OTC-handel.<sup>79</sup>

Syftet med primär- och sekundärmarknaden kan sammantaget vara att skapa en plattform med en effektiv och billig kapitalallokering från aktörer med överskott av investeringsbart kapital till företag i behov av långsiktig finansiering.<sup>80</sup>

## 2.3 Aktörer

På den svenska företagsobligationsmarknaden verkar ett antal olika aktörer. I slutet av 2021 fanns det enligt riksbanksstudien *Vägen till en bättre fungerande företagsobligationsmarknad* drygt 300 företag med utomstående obligationer på den svenska marknaden.<sup>81</sup> Bland dessa återfanns främst stora företag och i synnerhet sådana verksamma inom fastighetsbranschen. Den senare branschen stod för drygt 50 % av de utomstående obligationerna år

---

<sup>74</sup> Se SOU 2006:50, s. 105.

<sup>75</sup> Se Andreasson & Lidman, s. 72.

<sup>76</sup> Se SOU 2017:115, s. 78; SOU 2006:50, s. 110.

<sup>77</sup> Jfr Andrews (2022), s. 231; Wahlstedt, s. 174–175. En anledning till att vilja sälja kan exempelvis vara spekulation i ränteläget något som kan påverka obligationers prissättning.

<sup>78</sup> Se Andrews (2022), s. 231.

<sup>79</sup> Se Andreasson & Lidman, s. 72–73.

<sup>80</sup> Se Andrews (2022), s. 230–231.

<sup>81</sup> Se Sandstedt, s. 7.

2022.<sup>82</sup> Företagsobligationsmarknaden har emellertid senaste åren även ökat i popularitet hos mindre företag.<sup>83</sup>

I riksbanksstudien angavs vidare att investeringsfonder var den största investeraren där de innehade ungefär en tredjedel av alla utgivna företagsobligationer.<sup>84</sup> Många av dessa investeringsfonder har i sin tur privatpersoner som andelsägare. En anledning till att hushåll inte väljer att handla med obligationer direkt kan vara det relativt höga belopp som krävs som minsta ordervolym.<sup>85</sup> Genom obligationsfonderna ges dock privatpersoner även tillgång till denna typ av sparande.<sup>86</sup> Exempel på sådana fonder är AMF Företagsobligationsfond, Öhman Företagsobligationsfond A och Handelsbanken Företagsobligation, vilka samtliga kan köpas via nätmäklare såsom Avanza Bank och Nordnet. En annan stor kategori av investerare är försäkring- och pensionsbolag vilka tillsammans hade 19 % av det totala innehavet vid utgången av andra kvartalet år 2021.<sup>87</sup> Vilka investeringsbeslut som fattas av pensionsbolag kan anses vara av betydelse för svenska hushåll, då bolagen har ansvar att förvalta hushållens framtida pensionsbesparingar. Sammantaget kan sägas att många privatpersoner påverkas av hur välfungerande den svenska företagsobligationsmarknaden är.<sup>88</sup>

Utöver investerare och emittenter finns även ett antal mellanhänder på marknaden. I samband med emissioner på primärmarknaden bistår vanligen banker och/eller andra finansiella rådgivare med att ta fram nödvändig information, hitta potentiella investerare, bestämma pris samt andra obligationsvillkor.<sup>89</sup> Även på sekundärmarknaden kan dessa aktörer agera mellanhänder genom att bland annat matcha ihop köpare och säljare.<sup>90</sup> Avslutningsvis bör även obligationslåneagenten nämnas vars uppgift i korthet är att representera obligationsinnehavarna inför emittenten.<sup>91</sup>

---

<sup>82</sup> Se Nordic Trustee (2022), s. 58–59.

<sup>83</sup> Se Andrews (2022), s. 238; Sveriges Riksbank (2016), s. 26. Investerares krav på minsta emissionsvolym medför emellertid i praktiken att inte samtliga företag kan utnyttja marknaden, se Landeman, Andrén & Hellesnes, s. 46; Andrews (2022), s. 238–239.

<sup>84</sup> Se Sandstedt, s. 12.

<sup>85</sup> Vanligtvis är detta belopp 1 000 000 kr, se Landeman, Andrén & Hellesnes, s. 50; Andrews (2022), s. 238.

<sup>86</sup> Se Sandstedt, s. 12.

<sup>87</sup> Se Sandstedt, s. 13.

<sup>88</sup> Jfr Landeman, Andrén & Hellesnes, s. 12.

<sup>89</sup> Se Andrews (2022), s. 240–242; Landeman, Andrén & Hellesnes, s. 46–47.

<sup>90</sup> Se Landeman, Andrén & Hellesnes, s. 50.

<sup>91</sup> Se Andrews (2022), s. 243, 163; Landeman, Andrén & Hellesnes, s. 137; Wenne, s. 239–242. Dess behörighet kan härledas ifrån SSMA-villkoren, se ovan i avsnitt 2.1. Se även avsnitt 4.3 för en närmare beskrivning av obligationslåneagentens åtaganden. Det finns ofta även en annan agent som bland annat bistår emittenten med att uppfylla obligationsvillkoren.

## 2.4 Rättsligt regelverk

Emission och den löpande handeln av företagsobligationer regleras av ett antal rättsliga regelverk. Nedan följer en översiktlig redogörelse för att läsaren ska få en grundläggande förståelse och kunna sätta in den senare diskuterade likabehandlingsprincipen i en rättslig kontext.

När en aktör är intresserad av att emittera företagsobligationer är den enligt prospektförordningen<sup>92</sup> som huvudregel skyldig att upprätta ett prospekt. Denna ska i huvudsak innehålla all väsentlig information kopplad till värdepapperna.<sup>93</sup> Vid upprättandet av prospekt ska även Europeiska kommissionens delegerade förordningar (EU) 2019/980<sup>94</sup> och (EU) 2019/979<sup>95</sup> beaktas tillsammans med lagen (2019:414) med kompletterande bestämmelser till EU:s prospektförordning.<sup>96</sup>

Som beskrivits i avsnitt 2.2 är det vanligt att det räntebärande värdepappret i samband med emissionen noteras på en handelsplattform, där Nasdaq är den vanligaste för svenska företagsobligationer. Det medför att emittenten har en skyldighet att följa *Nasdaq's Rulebook for Issuers of Fixed Income Instruments* ("emittentreglerna").<sup>97</sup> Reglerna liknar i vissa avseenden de som gäller för aktier som är noterade på börsen som till exempel krav på att instrumenten ska vara fritt överlåtbara<sup>98</sup>, att det ska finnas erforderliga informationsgivningskanaler<sup>99</sup>, samt skyldighet att offentliggöra insiderinformation.<sup>100</sup>

Förutom att följa emittentreglerna har även en emittent av svenska företagsobligationer en skyldighet att iakttä ett antal andra EU-rättsakter och

---

<sup>92</sup> 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.

<sup>93</sup> Se artikel 3 och 6 i prospektförordningen; Andreasson, s. 102–103.

<sup>94</sup> Kommissionens delegerade förordning (EU) 2019/980 av den 14 mars 2019 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 2017/1129 vad gäller formatet på, innehållet i och granskningen och godkännandet av de prospekt som ska offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel på en reglerad marknad.

<sup>95</sup> Kommissionens delegerade förordning (EU) 2019/979 av den 14 mars 2019 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 2017/1129 vad gäller tekniska standarder för tillsyn i fråga om finansiell nyckelinformation i sammanfattningen av ett prospekt, offentliggörande och klassificering av prospekt, annonsering om värdepapper, tillägg till ett prospekt och anmälningsportalen.

<sup>96</sup> Jfr Andreasson, s. 103–105.

<sup>97</sup> Se sektion 1.1, 1.3 i emittentreglerna.

<sup>98</sup> Se sektion 2.3.1 i emittentreglerna; jfr med sektion 2.11.1 i Nordic Main Market Rulebook for Issuers of Shares.

<sup>99</sup> Se sektion 2.2.4 i emittentreglerna; jfr med sektion 2.15.3 i Nordic Main Market Rulebook for Issuers of Shares.

<sup>100</sup> Se sektion 3.1 i emittentreglerna; jfr med sektion 3.1 i Nordic Main Market Rulebook for Issuers of Shares. För mer utförlig presentation av regleringen av företagsobligationer enligt emittentreglerna, se Andreasson, s. 105–107.

svenska regler. Här kan nämnas MiFID II<sup>101</sup>, MiFIR<sup>102</sup>, lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument och Finansinspektionens föreskrifter om värdepappersrörelse (FFFS 2017:2). Kortfattat kan sägas att många av dessa regleringar syftar till att förbättra transparensen på marknaden bland annat genom krav på löpande offentliggörande av bud på marknaden och försäljningspriser.<sup>103</sup>

I den fortsatta framställningen kommer de presenterade bestämmelserna inte behandlas närmare. Däremot bör man – som tidigare påpekats – ha dessa i åtanke när likabehandlingsprincipen diskuteras. I nästa kapitel behandlas regleringen av företagsobligationer genom 18 kap. 3 § lagen om värdepappersmarknaden och artikel 18.1 i öppenhetsdirektivet samt dess betydelse i detalj.

---

<sup>101</sup> Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/65/EU av den 15 maj 2014 om marknader för finansiella instrument och ändring av direktiv 2002/92/EG och direktiv 2011/61/EU.

<sup>102</sup> Europaparlamentets 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.

<sup>103</sup> Se Andreasson, s. 107–109; artikel 8 och 10 i MiFIR.

## 3 Krav och rätt till likabehandling

### 3.1 Allmänt om EU-regleringen och införlivandet i svensk rätt

I slutet av 2004 antog Europaparlamentet och Europeiska unionens råd öppenhetsdirektivet, som senast den 20 januari 2007 skulle införlivas av länderna inom unionen.<sup>104</sup> I denna rättsakt kan artikel 18.1 betraktas som särskilt relevant för företagsobligationsmarknaden, i vilken det stadgas att "[e]mittenten 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)". Med begreppet skuldebrev avses enligt definitionen i artikel 2.1.b i direktivet bland annat obligationer. Denna artikel kan med andra ord fastställa ett krav på likabehandling av företagsobligationsinnehavare.

Ett liknande krav avseende likabehandling fanns redan i direktiv 2001/34/EG<sup>105</sup> vilken upphävdes med anledning av införandet av öppenhetsdirektivet.<sup>106</sup> I den numera upphävda artikel 78 i direktiv 2001/34/EG angavs att "[f]öretaget skall se till att alla innehavare av skuldebrev som har emitterats samtidigt och med samma villkor behandlas lika med avseende på alla rättigheter som är knutna till dessa skuldebrev". Vilket syfte som fanns med bestämmelsen framgår dock inte när man läser skälen till direktivet. I stället verkar det primära ändamålet ha varit att sammanställa ett flertal separata rättsakter till ett gemensamt direktiv.<sup>107</sup> Artikel 78 hade nämligen sitt ursprung i direktiv 79/279/EEG<sup>108</sup> där exakt samma formulering återfanns i bilagan lista D A, punkt 1.a. I denna rättsakts skäl angavs ingen särskild motivering till bestämmelsen.

Även om skrivelsen i artikel 18.1 i öppenhetsdirektivet i många hänseenden är lik den som fanns angiven i direktiv 79/279/EEG har det gjorts gällande att de inte är liktydiga i deras krav på likabehandling. Utifrån att studera direktivens kontext och rubrik konstaterar Lidman att det troligen fanns ett krav på materiell likabehandling av obligationsägare inom EU-rätten tidigare, men att detta ändrades i samband med införlivandet av öppenhetsdirektivet.<sup>109</sup> Enligt samma författare medför den nuvarande regleringen i stället endast ett

---

<sup>104</sup> Se artikel 31 i öppenhetsdirektivet.

<sup>105</sup> Europaparlamentets och Rådets direktiv 2001/34/EG av den 28 maj 2001 om upptagande av värdepapper till officiell notering och om uppgifter som skall offentliggöras beträffande sådana värdepapper.

<sup>106</sup> Se artikel 32 i öppenhetsdirektivet.

<sup>107</sup> Se skäl 1 till direktiv 2001/34/EG.

<sup>108</sup> Rådets direktiv 79/279/EEG av den 5 mars 1979 om samordning av villkoren för upptagande av värdepapper till officiell notering vid fondbörs. Observera att direktivet upphävdes genom artikel 111 i direktiv 2001/34/EG.

<sup>109</sup> Se Lidman (2023a), s. 799–800, 804–805.

krav på informationsmässig likabehandling av fordringsägare.<sup>110</sup> Huruvida en sådan tolkning kan ses som korrekt är något jag har anledning att återkomma till i avsnitt 3.2.

För svenskt vidkommande har artikel 18.1 i öppenhetsdirektivet genomförts genom en bestämmelse i 18 kap. 3 § lagen om värdepappersmarknaden.<sup>111</sup> Vad för typ av likabehandling det svenska lagrummet ger uttryck för är inte helt klarlagt och kräver en närmare analys.<sup>112</sup>

I vilken utsträckning det finns en likabehandlingsprincip på svensk företagsobligationsmarknad kan därmed analyseras utifrån två perspektiv. Den förstnämnda är hur man ska tolka artikel 18.1 i öppenhetsdirektivet, inbegripet vad som ska anses utgöra den miniminivå av likabehandling medlemsländerna har att implementera utifrån principen om direktivkonform tolkning. Den andra frågan är – när den första är klargjord – om svensk rätt medger en mer långtgående likabehandlingsprincip av obligationsinnehavare. I avsnitt 3.2 behandlas vilken miniminivå avseende likabehandling EU-rätten ställer upp, för att därefter i avsnitt 3.3 diskuteras om Sverige medger ett mer långtgående skydd.

## 3.2 Likabehandling enligt EU-rätten

Som konstaterades i inledningen av detta kapitel fanns det ett krav på likabehandling inom EU-rätten redan innan öppenhetsdirektivet trädde i kraft. En sådan rättighet framgick av bilagan lista D A, punkt 1.a. i direktiv 79/279/EEG och sedermera artikel 78 i direktiv 2001/34/EG. Enligt Lidman stadgade dessa regler ett krav på att emittenten *materiellt* likabehandlade sina fordringsägare avseende alla rättigheter kopplade till obligationslånet.<sup>113</sup> Dessa regler upphävdes emellertid i samband med införlivandet av artikel 18.1 i öppenhetsdirektivet, vilket kan ge upphov till frågan om kravet på likabehandling numera begränsar sig till information.<sup>114</sup> Avsikten med detta avsnitt är att tolka den nuvarande EU-rättsliga bestämmelsen i enlighet med den metod EU-domstolen använder för att besvara frågan om vad för krav artikeln uppställer.<sup>115</sup>

### 3.2.1 Lexikalisk tolkning

Vid tolkning av en artikel i ett EU-direktiv är en naturlig utgångspunkt att börja med ordalydelsen som anges i öppenhetsdirektivet.<sup>116</sup> Om man jämför skrivelsen i artikel 18.1 med den som användes i tidigare rättsakter är

---

<sup>110</sup> Se Lidman (2023a), s. 802–805.

<sup>111</sup> Se Prop. 2006/07:65, s. 276–277.

<sup>112</sup> Jfr vad som sagts i avsnitt 1.1 och 1.2.

<sup>113</sup> Se Lidman (2023a), s. 799–800.

<sup>114</sup> Jfr Lidman (2023a), s. 801.

<sup>115</sup> Jfr vad som sagts i avsnitt 1.3.

<sup>116</sup> Jfr Riesenhuber, s. 256–258; Stotz, s. 540; Beck, s. 188.



ordalydelserna nästintill identiska.<sup>117</sup> För att belysa detta kan man jämföra vad som lades till respektive togs bort när lydelsen flyttades över till öppenhetsdirektivet:

”[f]öretaget 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” – *lydelsen i artikel 78 i direktiv 2001/34/EG*

”[e]mittenten 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)” – *lydelsen i artikel 18.1 i öppenhetsdirektivet*

Som man kan se har inledningen ändrats där man i stället för att ange ”företaget” preciserat vilken typ av aktör som ska följa artikeln. Tillägget har med största sannolikhet sitt ursprung i artikel 2 i direktiv 2001/34/EG där det preciserades att artikel 78 skulle tillämpas på värdepapper noterade på en fondbörs. Att ett sådant förtydligande lyfts in i artikel 18.1 i öppenhetsdirektivet kan inte i sig anses medföra att artikelns tillämpningsområde ändrats markant. Detsamma kan sägas avseende tillägget av ”(pari passu)”, vilket främst bör ses som ett förtydligande genom att även ange den latinska frasen för det som avses. Av artikeln framgår vidare att likabehandlingen tar sikte på ”...*alla rättigheter* [min kursivering] som är knutna till dessa skuldebrev”. Skrivelsen kan anses tala för att artikeln inte kan begränsas till informationsgivning, då det torde finnas fler rättigheter än informationskrav knutna till skuldebrev.<sup>118</sup> Om det hade funnits en annan avsikt än den nu nämnda hade detta kunnat begränsas tydligare genom artikelns ordalydelse. En sådan bokstavstolkning kan därmed anses tala för att det inom EU-rätten fortfarande finns ett krav att fordringsägare behandlas materiellt lika i fråga om sina rättigheter.

### 3.2.2 Systematisk tolkning

Det som komplicerar förevarande tolkning är emellertid att artikeln anges under rubriken *Krav på information från emittenter vars skuldebrev är upptagna till handel på en reglerad marknad*. Vid tolkning av EU-rättsakter ser även EU-domstolen till den systematik den enskilda bestämmelsen befinner sig i. Det innebär till exempel att studera vilken övergripande kontext som finns i lagstiftningen och vad som i övrigt anges i den. Domstolen utgår sålunda från att bestämmelsen är en del av ett sammanhängande system.<sup>119</sup>

---

<sup>117</sup> Jfr Lidman (2023a), s. 801.

<sup>118</sup> Jfr Lidman (2023a), s. 801.

<sup>119</sup> Se Riesenhuber, s. 260–261; Stotz, s. 542; EU-domstolens dom, C-499/04, p. 32; jfr EU-domstolens dom, C-465/07, p. 38; EU-domstolens dom, C-347/08, p. 35.

Det faktum att artikeln har förenats med den angivna rubriken kan med en sådan tolkningsmetod tala för att kravet på likabehandling endast ska avse rätten till information.<sup>120</sup> Att rubriker kan användas som hjälpmedel vid tolkning på detta sätt framhålls av Beck.<sup>121</sup> Om inte enbart informationsgivning hade varit avsikten med bestämmelsen hade det exempelvis kunnat förtydligas genom att ha en rubrik av en mer allmän karaktär. Det är emellertid inte fallet här.

Andra artiklar i rättsakten kan likaså beaktas vid en systematisk tolkning.<sup>122</sup> Till exempel kan man i sammanhanget se till artikel 1, 4 och 6 i öppenhetsdirektivet. När dessa artiklars ordalydelse studeras framstår det som att de i huvudsak berör ett informationsgivningskrav. Även läsning av de för artiklarna relevanta skäl talar för en sådan tolkning.<sup>123</sup> Sammantaget förefaller det utifrån ett systematiskt synsätt av direktivet som att artikel 18.1 i öppenhetsdirektivet endast ska avse rätten till information. Detta skiljer sig från resultatet av en lexikalisk tolkning.

### 3.2.3 Syftes- och ändamålsenlig tolkning

En annan vanlig metod EU-domstolen använder sig av vid tolkning är att studera vilket syfte och ändamål som finns med rättsakten, vilket ibland beskrivs som en teleologisk tolkning.<sup>124</sup> Enligt Riesenhuber bör man generellt sett ge större vikt åt syftet vid tolkning av en bestämmelse än själva ordalydelsen.<sup>125</sup> Relevant tolkningsdata kan i sammanhanget till exempel vara det som anges i skälen till direktivet. Även om det som anges där inte är juridisk bindande kan skälen fungera som hjälpmedel för att utröna syftet med rättsakten.<sup>126</sup> Vid tolkning av EU-rätten kan man nämligen inte enbart se till ordalydelsen utan man bör även, enligt EU-domstolen, se till vilket mål man velat uppnå med föreskrifterna.<sup>127</sup> I skäl 22 till öppenhetsdirektivet stadgas att:

”Den löpande *information* [min kursivering] till innehavare av värdepapper som är upptagna till handel på en reglerad marknad bör även fortsättningsvis 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, även när det gäller statliga skuldebrev. *Information* [min kursivering] till innehavare av

---

<sup>120</sup> Se Lidman (2023a), s. 801.

<sup>121</sup> Se Beck, s. 191.

<sup>122</sup> Se Beck, s. 192; jfr EU-domstolens dom, C-66/99, p. 47.

<sup>123</sup> Se skäl 2, 10 och 16 till öppenhetsdirektivet.

<sup>124</sup> Se Riesenhuber, s. 269–270.

<sup>125</sup> Se Riesenhuber, s. 277.

<sup>126</sup> Se EU-domstolens dom, C-647/17, p. 32; Riesenhuber, s. 266–268; Stotz, s. 543–544.

<sup>127</sup> Se EU-domstolens dom, C-473/19, p. 32.

aktier och/eller skuldebrev vid bolagsstämmor och motsvarande bör underlättas. I synnerhet bör sådana innehavare av aktier och/eller skuldebrev som är bosatta utomlands ges ökad möjlighet att delta, genom att det blir möjligt för dem att utse fullmaktsinnehavare med rätt att agera på deras vägnar. Av samma skäl bör det avgöras vid en bolagsstämma eller motsvarande möte för innehavare av aktier och/eller skuldebrev huruvida modern *informations-* [min kursivering] och kommunikationsteknik bör införas för dessa ändamål. I sådant fall bör emittenterna införa rutiner för att effektivt kunna *informera* [min kursivering] innehavarna av deras aktier och/eller skuldebrev, i den mån det är möjligt för dem att identifiera dessa”.

Vid läsning av skälen framstår rätten till information vara något som i synnerhet är syftet med artikeln i fråga. Sammanlagt används ordet ”information”<sup>128</sup> fyra gånger i punkt 22, medan andra materiella rättigheter såsom rätt till identiska villkor, betalning och dylikt inte nämns alls. Lidman anser i sammanhanget att dels rubriksättningen invid artikeln, dels de diskuterade skälen talar för att artikel 18.1 endast stadgar likabehandling avseende informationsgivning.<sup>129</sup> En liknande åsikt torde även gå att tillskriva Moloney.<sup>130</sup> Det sagda kan med andra ord antyda att artikeln begränsar sig till likabehandling i informationshänseende.

Vid analys av en bestämmelse förekommer det därutöver att EU-domstolen tolkar artikeln utifrån vilken effekt och funktion den ska ges i det unionsrättsliga regelverket som helhet. Ett sådant perspektiv medför att man beaktar hela EU-rätten och vilka målsättningar och ändamål som finns i denna.<sup>131</sup> Det innebär exempelvis att införandet och revideringar av andra EU-rättsakter kan påverka tolkningen av den enskilda bestämmelsen, då rådande principer och överväganden inom unionsrätten bör beaktas vid tolkningen.<sup>132</sup> Avsikten är med andra ord bland annat att hitta en lösning som är förenlig med unionsrättens övergripande ändamål vid tidpunkten för tillämpningen. Sådana överväganden kan leda till att man premierar en tolkning som leder till ökad integration inom unionen.<sup>133</sup> En teleologisk tolkning medger därmed domarna relativt stor frihet i sitt dömande och gör att det i praktiken nästintill blir en form av rättsskapande funktion.<sup>134</sup>

---

<sup>128</sup> Observera att det sker med olika böjningsformer av ordet.

<sup>129</sup> Se Lidman (2023a), s. 806; Lidman (2023b), s. 53, 59; jfr även Andreasson & Lidman, s. 82–83.

<sup>130</sup> Se Moloney, s. 140. Det ska dock noteras att författaren inte motiverar skälen till sin slutsats på motsvarande sätt som Lidman gör.

<sup>131</sup> Se EU-domstolens dom, C-283/81, p. 20; Maduro, s. 5.

<sup>132</sup> Se Riesenhuber, s. 273; EU-domstolens dom, C-283/81, p. 20.

<sup>133</sup> Se Riesenhuber, s. 271.

<sup>134</sup> Se Hettne & Otken Eriksson, s. 169; jfr Stotz, s. 542.

Utifrån ett ändamålsperspektiv kan man diskutera om artikeln utöver ett informationskrav även ska avse rätten till materiell likabehandling. Artikeln har som tidigare nämnts sitt ursprung i direktiv 79/279/EEG och direktiv 2001/34/EG där den återgavs med samma ordalydelse, med undantag för något man får se som endast redaktionella ändringar.<sup>135</sup> Inget av innehållet i dessa tidigare direktiv tydde på att deras tillämpningsområde endast skulle avse lika rätt till information. Tvärtom angavs det i till exempel i andra stycket i artikel 78.1 i direktiv 2001/34/EG att likabehandlingskravet inte skulle förhindra att emittenten erbjöd vissa fordringsägare inlösen av skuldebrev i förhand, vilket Lidman anser tala för att likabehandlingskravet inte begränsade sig till informationsgivningsfrågor.<sup>136</sup> Inte heller rubrikerna i de två tidigare direktiven indikerade på att tillämpningsområdet skulle varit begränsat. Det sagda talar för att artikeln i de tidigare rättsakterna medförde rätt till likabehandling i materiellt hänseende, något som likaså vinner stöd i litteraturen.<sup>137</sup>

Det går att fråga sig om EU:s vilja var att begränsa detta skydd i samband med införandet av öppenhetsdirektivet. Stor del av den lagstiftning som skett inom EU på kapitalmarknadens område har haft som övergripande syfte att öka effektiviteten och investerarskyddet.<sup>138</sup> EU:s vilja att ge en hög nivå av investerarskydd går enligt Veil att förklara med att det är en grundförutsättning för en välfungerande marknad med effektiv kapitalallokering.<sup>139</sup> Grundmann har en liknande uppfattning och menar att kapitalmarknaden fungerar bättre när det finns ett gott skydd för investerare, bland annat då det upprätthåller förtroendet för marknaden.<sup>140</sup>

Ändamål likt de sagda kan också ses i öppenhetsdirektivets skäl där det anges att "[e]ffektiva, öppna och integrerade värdepappersmarknader bidrar till utvecklingen av en verklig inre marknad i gemenskapen och befrämjar tillväxt och skapande av arbetstillfällen genom att fördelningen av investeringskapital förbättras samtidigt som kostnaderna reduceras".<sup>141</sup> Att genom unionsrättslig lagstiftning främja en effektiv kapitalallokering kan därmed antas ha varit ett av de primära syftena med införandet av direktivet. Utifrån detta skulle en tolkning sålunda kunna vara att obligationsägare, i ljuset av de angivna ändamålen inom EU-rätten och skäl 1 till direktivet, även har en rättighet att bli materiellt likabehandlade enligt artikel 18.1 i öppenhetsdirektivet. Om ett sådant skydd inte skulle ha funnits hade en emittent kunnat särbehandla fordringsägare och till exempel endast medge villkorsändringar till vissa innehavare. I förlängningen skulle det potentiellt kunna skada förtroendet och en effektiv kapitalallokering på

---

<sup>135</sup> Jfr vad som sagts ovan.

<sup>136</sup> Se Lidman (2023a), s. 805 (fotnot 33).

<sup>137</sup> Se Lidman (2023a), s. 799–800.

<sup>138</sup> Se Veil, s. 24–26; Kalss, s. 517; jfr Moloney, s. 35; Veil, s. 85.

<sup>139</sup> Se Veil, s. 25.

<sup>140</sup> Se Grundmann, s. 455–457, 528.

<sup>141</sup> Se skäl 1 till öppenhetsdirektivet.

företagsobligationsmarknaden. Utifrån ändamålet att skapa ett starkt investerarskydd skulle man därmed kunna hävda att artikel 18.1 i öppenhetsdirektivet även ger obligationsinnehavare i samma ställning en rätt till materiell likabehandling. Den tolkningen skulle även kunna anses skapa en större integration av unionsländernas kapitalmarknader. Att artikeln skulle kunna innefatta en sådan materiell rättighet torde gå att tillskriva Veil.<sup>142</sup> Detta synsätt kan troligtvis även ses hos Grundmann som hävdar att likabehandlingskravet gäller utan inskränkningar under obligationernas hela löptid samt att reglerna tar sikte på ”faktisk jämlikhet [min översättning]”.<sup>143</sup>

Inom EU-rätten finns det till exempel ett antal artiklar som behandlar aktieägares rätt till likabehandling. Vid tolkning av artikel 18.1 i öppenhetsdirektivet kan det även vara relevant att studera dessa regleringar.<sup>144</sup> I exempelvis EU:s konsoliderade bolagsdirektiv<sup>145</sup> stadgas det i artikel 85 att ”[f]ör att detta kapitel ska kunna genomföras måste medlemsstaternas lagstiftning behandla de aktieägare lika som befinner sig i samma ställning”. Innebörden av detta krav är att lika fall ska behandlas lika och olika fall ska behandlas olika, givet att det inte finns sakliga skäl för det.<sup>146</sup> Av ordalydelsen kan man emellertid se att denna rättighet begränsar sig till genomförandet av kapitlet, vilket enligt rubriken och skäl 5 till direktivet rör kapitalhöjning och kapitalsänkning.<sup>147</sup> I rättsfallet Audiolux, som berörde frågan om det fanns en unionsrättslig princip om likabehandling av aktieägare, förklarade EU-domstolen att denna artikel begränsar sig till en särskild situation och inte kan tillämpas utanför ramarna för direktivet.<sup>148</sup> I samma rättsfall behandlades även artikel 17 i öppenhetsdirektivet, vilken motsvarar den diskuterade artikel 18 fast för aktieägare i stället för obligationsinnehavare. Domstolen angav att bestämmelsen ”enligt sin rubrik endast ska tillämpas på att lämna information till aktieägare” och angav att det inte kan utgöra en allmän rättsprincip på bolagsrättens område.<sup>149</sup> Ytterligare ett antal andra bestämmelser i sekundärrätten diskuterades av EU-domstolen innan den landade i slutsatsen att det inom unionsrätten inte går att påvisa en allmän princip om likabehandling av aktieägare. Domstolen ansåg i rättsfallet att förekomsten av olika individuella bestämmelser i sekundärlagstiftningen som syftar till att skydda minoritetsaktieägare inte i sig är tillräckligt för att stödja ett sådant antagande.<sup>150</sup> En anledning till detta ställningstagande kan vara att utformningen av specifika

---

<sup>142</sup> Se Veil, s. 452–453. Observera särskilt att författaren menar att direktivet *utöver* regler beträffande offentliggörande av information, innehåller regler om att obligationsägare ska behandlas lika.

<sup>143</sup> Se Grundmann, s. 512.

<sup>144</sup> Jfr Riesenhuber, s. 271; Kalss, s. 524; Köndgen & Mörsdorf, s. 149.

<sup>145</sup> Europaparlamentets och rådets direktiv (EU) 2017/1132 av den 14 juni 2017 om vissa aspekter av bolagsrätt.

<sup>146</sup> Se EU-domstolens dom, C-101/08, p. 54; EU-domstolens dom, C-127/07, p. 23.

<sup>147</sup> Se EU-domstolens dom, C-101/08, p. 37.

<sup>148</sup> Se EU-domstolens dom, C-101/08, p. 37–39.

<sup>149</sup> Se EU-domstolens dom, C-101/08, p. 41–42.

<sup>150</sup> Se EU-domstolens dom, C-101/08, p. 50–52.

likabehandlingskrav, enligt domstolen, kräver att man gör en avvägning mellan olika intressen.<sup>151</sup>

Det sagda skulle kunna ha ett antal implikationer för tolkningen om det finns en materiell likabehandlingsprincip av obligationsägare enligt EU-rätten. Utifrån EU-domstolens avgörande är det tydligt att det inte går att härleda en allmän likabehandlingsprincip av *aktieägare* inom unionsrätten.<sup>152</sup> En tolkning kan därmed vara att detsamma borde gälla avseende obligationer, det vill säga att det inte går att hävda ett krav på materiell likabehandling av *fordringsägare* enligt EU-rätten. Likheterna mellan innehav av obligationer och aktier kan hävdas vara så pass stora att domstolen inte skulle landa i en annan bedömning om frågan skulle tas upp till prövning.<sup>153</sup> Rättsfallet skulle därmed kunna hävdas vara vägledande för tolkningen av artikel 18 i öppenhetsdirektivet och vilka överväganden domstolen skulle göra vid en sådan tolkning.<sup>154</sup> Detta antagande stöds även av det faktum att EU-domstolen meddelade att artikel 17 i öppenhetsdirektivet endast avgränsar sig till informationsgivning, vilken är snarlik artikel 18 sett till utformning och rubriksättning.

Det som framhävs skulle kunna bedömas vara förenat med ett sämre skydd för investerare och i förlängningen en sämre fungerande kapitalmarknad. Som tidigare nämnts är detta ett övergripande ändamål inom EU att förbättra genom olika rättsakter. Det ska emellertid sägas att det går att diskutera om det tidigare behandlade ändamålet ”investerarskydd” är tillräckligt specifikt för att kunna läggas till grund för tolkning av en enskild artikel. Riesenhubers åsikt är att endast specifika syften kan läggas till grund för en tolkning av en bestämmelse, vilket delvis beror på att generella ändamål inte kan ge tillräckligt konkret vägledning för tolkning. Författaren nämner konsumentskydd som ett exempel på det senare, och illustrerar tvetydigheten med att fråga om mer information alltid är önskvärt för konsumenter eller om det snarare blir kontraproduktivt. Övergripande ändamål kräver därtill enligt Riesenhuber en intresseavvägning hos olika intressenter vilket bäst hanteras genom lagstiftning snarare än genom tolkning.<sup>155</sup> En tolkning bör alltså i stället ta sin utgångspunkt i ”specifika ändamål”.<sup>156</sup>

Det skulle kunna hävdas att det finns likheter mellan det sagda och ändamålet ”investerarskydd” på EU-rättens område. Vid införandet av regleringar på kapitalmarknadens område krävs likaså att man göra olika typer av intresseavvägningar.<sup>157</sup> Att utvidga tillämpningsområdet av artikel 18.1 i öppenhetsdirektivet till att likaså avse materiella rättigheter är något som bör

---

<sup>151</sup> Se EU-domstolens dom, C -101/08, p. 62.

<sup>152</sup> Se t.ex. Lidman (2023a), s. 802; Grundmann, s. 215–216.

<sup>153</sup> Se dock avsnitt 3.3.2 där detta ställningstagande problematiseras.

<sup>154</sup> Jfr Lidman (2023a), s. 802–803.

<sup>155</sup> Se Riesenhuber, s. 269–270.

<sup>156</sup> Se Riesenhuber, s. 269–270.

<sup>157</sup> Jfr EU-domstolens dom, C-101/08, p. 58.

ses som betungande för emittenter då det påverkar deras handlingsutrymme i händelse av villkorsändringar eller återköp.<sup>158</sup> Det kan i förlängningen medföra att obligationslånet blir mindre attraktivt som finansieringsform. Detta intresse bör vägas mot obligationsinnehavares intresse av att bli reellt likabehandlade av bolaget. Om man applicerar det resonemang som framhävs av Riesenhuber på föreliggande situation, bör avvägningar likt dessa hanteras av lagstiftaren och inte av EU-domstolen genom extensiva tolkningar.<sup>159</sup>

Nära förknippat med det som precis sagts är rättssäkerhetsprincipen inom unionsrätten. Enligt EU-domstolen fordrar denna princip att enskilda tydligt ska kunna utläsa sina rättigheter och skyldigheter utifrån en bestämmelse.<sup>160</sup> Att utvidga tillämpningsområdet av artikel 18.1 i öppenhetsdirektivet utöver ett informationskrav skulle kunna stå i strid mot denna princip, då såväl rubrik invid artikeln, såväl som direktivet i övrigt endast behandlar rätten till information. Det skulle i stället kunna hävdas att informationsgivning är det *specifika ändamålet* som artikeln ska tolkas utifrån.<sup>161</sup>

### 3.2.4 Tolkning av artikeln i ett antal medlemsländer i samband med införlivandet

För att fördjupa diskussionen om vilken av tolkningarna av artikeln – enbart informationskrav eller även materiella rättigheter – som ska anses vara den korrekta, kan det vara av intresse att studera hur ett antal medlemsländer väljer att tolka artikeln. Detta görs nedan utifrån Danmark, Finland och Norge.

I dansk rätt införlivas artikel 18.1 i öppenhetsdirektivet genom 35 § kapitalmarkedsloven<sup>162</sup>. I förarbetena till lagen anges att paragrafen har som syfte att genomföra direktivet och att den innebär att emittenten ska likabehandla innehavare av skuldebrev avseende alla rättigheter som är knutna till brevet.<sup>163</sup> Det finns inget i propositionen som vid första anblick pekar på att regeringen velat begränsa tillämpningsområdet till enbart informationsgivning.<sup>164</sup> Att Danmark ser artikeln som ett krav på materiell likabehandling är en tolkning som görs av Lidman. Hans åsikt synes främst bero på rubriksättningen till kapitlet där den nationella bestämmelsen återfinns.<sup>165</sup> Å andra sidan anges det i den danska propositionen att lagregeln har sitt ursprung i 12 § udstederbekendtgørelsen<sup>166</sup> och att syftet är att vidareföra det som tidigare angavs där.<sup>167</sup> Denna bestämmelse är relativt lik

---

<sup>158</sup> Jfr Andrews (2022), s. 301–302.

<sup>159</sup> Jfr även EU-domstolens dom, C-101/08, p. 62.

<sup>160</sup> Se EU-domstolens dom, C-158/06, p. 26; EU-domstolens dom, C-345/06, p. 44.

<sup>161</sup> Jfr vad som sagts ovan.

<sup>162</sup> LBK nr. 41 af 13/01/2023 – bekendtgørelse af lov om kapitalmarkeder.

<sup>163</sup> Se lovforslag nr. L 155, 2016, s. 128–129.

<sup>164</sup> Jfr lovforslag nr. L 155, 2016, s. 128–130.

<sup>165</sup> Se Lidman (2023a), s. 805 (fotnot 35).

<sup>166</sup> BEK nr 1173 af 31/10/201 – bekendtgørelse om udstederes oplysningsforpligtelser.

<sup>167</sup> Se lovforslag nr. L 155, 2016, s. 128.

35 § kapitalmarkedsloven i sin utformning och angavs under rubriken ”Information till innehavare av räntebärande värdepapper [min översättning]”. Det indikerar att bestämmelsen – i vart fall tidigare – tog sikte på informationsgivning. En fråga är om detta ändrade sig när likabehandlingskravet flyttades över från udstederbekendtgørelsen till kapitalmarkedsloven. Om svaret är nekande på denna fråga, bör angivelsen i förarbetena att 35 § kapitalmarkedsloven avser att införliva öppenhetsdirektivet förstås som att Danmark tolkar artikel 18.1 i direktivet som ett informationskrav. Således står den föreslagna tolkningen i kontrast till Lidmans åsikt. För egen del menar jag att båda perspektiven skulle kunna ha fog för sig och väljer därmed att konstatera att det är något oklart hur Danmark tolkar artikeln.

Enligt finskt rätt är det däremot relativt tydligt att tolkningen av artikeln innebär ett krav på något mer än informationsmässig likabehandling.<sup>168</sup> Likabehandlingskravet framgår av 8 kap. 6 b § värdepappersmarknadslagen<sup>169</sup>, vilken enligt förarbetena ska motsvara den bestämmelse som återfinns i artikel 18.1 i öppenhetsdirektivet.<sup>170</sup> I regeringens proposition kan det utläsas att artikeln förutom ett informationskrav även innebär ”bolags- och civilrättsliga skyldigheter för emittenter”.<sup>171</sup> Det torde alltså vara klart att Finland tolkar artikeln som ett krav på materiell likabehandling.<sup>172</sup>

Norge å andra sidan tolkar artikel 18.1 i öppenhetsdirektivet enbart som ett krav på att behandla obligationsägare lika avseende rätten till information. De aktuella nationella bestämmelserna är 5–10 §§ i verdipapirhandelsoven<sup>173</sup>, något som enligt förarbetena implementerar direktivets krav på information gentemot obligationsinnehavare.<sup>174</sup> Det går med andra ord att se att landet tolkar den unionsrättsliga bestämmelsen som ett informationskrav. En sådan tolkning av Norges förarbeten görs även av Lidman.<sup>175</sup>

Man kan observera att de tre länderna väljer att tolka bestämmelsen något olika. Skälen till detta kan diskuteras. Det bör framhållas att inget av länderna i sina förarbeten gör en utförlig analys av den EU-rättsliga bestämmelsen – likt den som gjorts ovan – innan de drar respektive slutsats. En förklaring till skillnaderna skulle kunna vara att frågan inte givits stor uppmärksamhet vid utarbetandet av respektive förarbete och rättsakt, och att man därigenom förbisett den tvetydighet en utförlig tolkning av artikel 18.1 skulle kunna

---

<sup>168</sup> Jfr Lidman (2023a), s. 805.

<sup>169</sup> Värdepappersmarknadslag 746/2012.

<sup>170</sup> Se RP 11/2015 rd, s. 29.

<sup>171</sup> Se RP 11/2015 rd, s. 29.

<sup>172</sup> Se Lidman (2023a), s. 805.

<sup>173</sup> Lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelsoven) – LOV-2007-06-29-75.

<sup>174</sup> Se Ot.prp. nr. 34 (2006–2007), s. 337–338; NOU 2006:3, s. 222–223.

<sup>175</sup> Se Lidman (2023a), s. 805.



innebära. Till exempel kan man tänka sig att Finland enbart fokuserat på artikelns ordalydelse och bortsett från övriga tolkningsdata.

### 3.2.5 Sammanfattande reflektioner avseende likabehandling och artikel 18.1 i öppenhetsdirektivet

Några sammanfattande reflektioner kan göras utifrån det ovan redovisade. Givet att man läser artikeln isolerat från dess sammanhang och enbart studerar ordalydelsen framstår det som att tillämpningsområdet inte är begränsat till information. Även artikelns ursprung i tidigare rättsakter där den troligen innefattade materiell likabehandling stödjer detta.

Mot det sagda talar dock en systematisk tolkning där såväl rubriken som övriga artiklar talar för att artikeln enbart stipulerar ett informationsgivningskrav. Denna tolkning stärks även av att det relevanta skälet främst omnämner rätten till information. Denna syn av artikeln kan anses vara förenad med ett sämre investerarskydd och kolliderar möjligen med den övergripande målsättningen att skapa kapitalmarknader med effektivare kapitalallokering och starkare skydd för investerare. För egen del menar jag emellertid att dessa ändamål är alltför övergripande för att kunna användas för att tolka den aktuella bestämmelsen, i enlighet med det Riesenhuber framhäver. Om lagstiftaren vill att obligationsägare ska bli materiellt likabehandlade enligt EU-rätten, bör detta snarare hanteras genom att det tydligare framhävs i dess rättsakter än konstlade extensiva tolkningar. Att tolka artikeln extensivt står även, enligt min mening, i strid med rättssäkerhetsprincipen och bortser från eventuella intresseavvägningar som bör göras i frågan.

Att artikel 18.1 i öppenhetsdirektivet ska tolkas enbart som ett krav på informationsmässig likabehandling vinner vidare stöd i EU-domstolens uttalanden i *Audiolux*. Enligt mig är de två rättsområdena relativt snarlika och domstolen skulle förmodligen landa i samma slutsats avseende om det finns en unionsrättslig allmän princip om likabehandling av obligationsägare. Detta stärks även av att domstolen menade att den snarlika artikel 17 i öppenhetsdirektivet enligt rubriken enbart avser rätten till information. Sammantaget är det enligt mig tydligt att det av artikel 18.1 i öppenhetsdirektivet enligt *EU-rätten* enbart följer ett krav på informationsmässig likabehandling av obligationsinnehavare.

Norge tolkar artikeln på samma sätt, medan Finland avviker från denna uppfattning (samt Danmarks syn kan betraktas som något oklar). En förklaring till denna avvikelse skulle kunna vara att Finland lagt särskilt fokus på artikelns ordalydelse och delvis bortsett från övriga tolkningsdata. Utifrån analysen i denna uppsats vill jag ifrågasätta om Finlands tolkning av EU-direktivet är korrekt. Det bör i sammanhanget dock påminnas om att öppenhetsdirektivet är ett minimidirektiv, varför medlemsländerna kan ha mer långtgående skyddsregler i nationell lagstiftning så länge syftet inte

förfelas.<sup>176</sup> Det betyder med andra ord att Finland kan erkänna en materiell likabehandlingsprincip på nationell nivå oaktat EU-direktivet. Detsamma gäller för Sverige vilket kommer beröras i avsnittet nedan.

### 3.3 Likabehandling enligt svensk rätt

#### 3.3.1 Inledning

I Sverige har artikel 18.1 i öppenhetsdirektivet införlivats i lagen om värdepappersmarknaden.<sup>177</sup> Mer precist stadgas det i 18 kap. 3 § lagen om värdepappersmarknaden att "[e]n utgivare av skuldebrev skall se till att alla innehavare av sådana skuldebrev som har getts ut samtidigt och på samma villkor *behandlas lika* [min kursivering] när det gäller de rättigheter som är knutna till skuldebreven". Lagrummet stadgar alltså likt öppenhetsdirektivet ett krav på att fordringsägare ska likabehandlas i en viss utsträckning.

I förarbetena till lagen framgår det under avsnittet *Information till skuldebrevsinnehavare m.m.* att lagrummet motsvarar det innehållet som återfinns i artikel 18.1 i öppenhetsdirektivet och medför att ägare av obligationer som utställts samtidigt och med samma villkor ska likabehandlas.<sup>178</sup> Denna skrivelse har medfört att Lidman är av åsikten att 18 kap. 3 § lagen om värdepappersmarknaden begränsar sig till informationsmässig likabehandling. Detta ställningstagande grundar sig primärt i författarens tolkning av artikel 18.1 i öppenhetsdirektivet och den diskuterade skrivelsen i förarbetena att lagrummet avser att genomföra denna artikel. Då han har synen att artikeln i direktivet endast medför lika rätt till information bör den svenska implementeringen inte kunna skapa en mer långtgående rätt till likabehandling. Lidman betonar förvisso att öppenhetsdirektivet är ett minimikrav och att det hade varit möjligt att i nationell rätt inneha ett krav på materiell likabehandling av obligationsägare. Uttalanden i propositionen som talar för en sådan tolkning lyser emellertid, enligt honom, med sin frånvaro.<sup>179</sup>

I avsnittet ovan konstaterades att öppenhetsdirektivets artikel – likt Lidmans åsikt – begränsar sig till rätten till lika information. En naturlig följd av denna slutsats skulle sålunda kunna vara att det svenska lagrummet ska förstås likadant med hänsyn till det som omnämns i förarbetena. Viss försiktighet med att dra förhastade slutsatser bör dock iakttas. Det kan tänkas att regeringen (felaktigt och/eller kanske rent av omedvetet) tolkar artikel 18.1 i öppenhetsdirektivet som ett krav på materiell likabehandling på motsvarande sätt som Finland gör, vilket skulle innebära att syftet med 18 kap. 3 § lagen om värdepappersmarknaden likaså ger upphov till materiella rättigheter för

---

<sup>176</sup> Se avsnitt 1.3; Lidman (2023a), s. 807.

<sup>177</sup> Se prop. 2006/07:65, s. 276–277.

<sup>178</sup> Se prop. 2006/07:65, s. 276–277.

<sup>179</sup> Se Lidman (2023a), s. 805–808.

fordringshavare. Det finns även andra uttalanden i förarbetena som kan tala för en sådan tolkning. I motiven anges nämligen att kravet på likabehandling är ”liknande den som finns inom aktiebolagsrätten”.<sup>180</sup> Den här skrivningen skulle, enligt min mening, kunna öppna upp för att regeringen är av uppfattningen att likabehandlingskravet i lagrummet ska motsvara det som gäller inom aktiebolagsrätten. Att paralleller likt detta eventuellt skulle kunna göras för att besvara vad för krav som följer av det svenska lagrummet framhävs av Andreasson.<sup>181</sup> Huruvida detta är möjligt och dess betydelse behandlas i följande underavsnitt.

### 3.3.2 Jämförelser med aktiebolagsrättens likabehandlingskrav

För att eventuellt kunna göra en jämförelse med aktiebolagsrätten fordras först att man fastställer vilka krav på likabehandling som gäller där. För att finna ledning i denna fråga kan man jämföra vad som anges i samma proposition beträffande artikel 17.1 i öppenhetsdirektivet, vilken motsvarar kravet på likabehandling i artikel 18.1 fast för aktieägare. Ett antagande kan nämligen vara att regeringen tolkar reglerna som att de stipulerar samma typ av likabehandling. I förarbetena beskrivs att främst 4 kap. 1 § aktiebolagslagen är ”i linje med öppenhetsdirektivets regler, som kräver att aktieägare i *samma position* behandlas lika”. Utifrån detta drar man därefter slutsatsen att nuvarande regler uppfyller direktivets krav.<sup>182</sup> Generalklausulerna i 7 kap. 47 § respektive 8 kap. 41 § aktiebolagslagen behandlas likaså, vilket dock sker längre ned i texten efter man dragit den nyss nämnda slutsatsen.<sup>183</sup> Då regeringen i huvudsak menar att 4 kap. 1 § aktiebolagslagen uppfyller artikel 17.1 i öppenhetsdirektivets krav på likabehandling av aktieägare är det befogat att analysen tar sin utgångspunkt i detta lagrum.<sup>184</sup> Det här görs för att i ett senare skede avgöra om det går att göra paralleller från aktiebolagsrättens likabehandlingsprincip.

I 4 kap. 1 § aktiebolagslagen stadgas att ”[a]lla aktier har lika rätt i bolaget, om inte annat följer av 2–5 §§”. Denna regel beskrivs ofta med benämningen ”likhetsprincipen”.<sup>185</sup> Exakt vad denna ger uttryck för är dock en fråga författarna inom den juridiska litteraturen inte är eniga om. Arvidsson är av uppfattningen att det inte går att härleda några materiella rättigheter utifrån detta lagrum, utan menar att principen enbart stadgar hur *aktiernas rättigheter* förhåller sig till varandra, det vill säga deras formella aspekter.<sup>186</sup> Om ett

---

<sup>180</sup> Se prop. 2006/07:65, s. 338.

<sup>181</sup> Se Andreasson, s. 113.

<sup>182</sup> Se prop. 2006/07:65, s. 266.

<sup>183</sup> Se prop. 2006/07:65, s. 266. Observera särskilt formuleringen: ”Det finns också regler...”.

<sup>184</sup> Jfr prop. 2006/07:65, bilaga 7, s. 473. I denna anges att artikeln införlivas genom 4 kap. 1 § aktiebolagslagen, medan generalklausulerna inte nämns.

<sup>185</sup> Se t.ex. prop. 2004/05:85, s. 247; prop. 1944:5, s. 5; Beshar, s. 410; Bergström & Samuelsson, s. 45; Arvidsson (2014), s. 263.

<sup>186</sup> Se Arvidsson (2014), s. 270–272.

bolag exempelvis beslutar att ge en aktieägare en större utdelning än en annan, som befinner sig i samma position och med samma innehav, innebär detta inte att likhetsprincipen frångås enligt författaren. Anledningen till detta är att principen inte i sig förbjuder särbehandling av aktieägare, utan enbart att den gynnade aktieägaren inte kan kräva av bolaget att få större utdelning än en annan i samma position. Agerandet får i stället bedömas med ledning av generalklausulerna, vilka han menar ger uttryck för likabehandlingsprincipen.<sup>187</sup> En liknande åsikt kan även ses hos Bergström och Samuelsson.<sup>188</sup>

Detta kan jämföras med det som framhävs av Johansson. Enligt hans mening bör likhetsprincipen förstås som att *aktieägare* i samma ställning har en rätt att bli likabehandlade.<sup>189</sup> Att notera här är att författaren hävdar att lagrummet ger aktieägare rättigheter och inte enbart berör aktiers rätt, vilket den senare ordalydelsen i 4 kap. 1 § aktiebolagslagen primärt ger stöd för. En åsikt i doktrinen är dock att likhetsprincipen har en vidare innebörd än vad som direkt kan utläsas i lagrummet.<sup>190</sup> Andersson och Pehrson framhäver att likhetsprincipen likaså innefattar rättigheter för aktieägare. Skälet till detta är att det enligt dem i praktiken är svårt att upprätthålla en distinktion mellan aktier och aktieägare, då aktieägarnas rättigheter i sig följer av deras aktieinnehav.<sup>191</sup> Författarna menar sålunda att likhetsprincipen ska kunna tillämpas på åtgärder som innebär att aktieägare materiellt missgynnas, det vill säga en materiell likabehandlingsprincip.<sup>192</sup>

Enligt min uppfattning är det sagda inte utan betydelse vid diskussionen om möjligheten att göra paralleller från regler inom aktiebolagsrätten vid tolkning av 18 kap. 3 § lagen om värdepappersmarknaden. Regeringens uppfattning verkar, som tidigare nämnts, vara att artikel 17.1 i öppenhetsdirektivets likabehandlingskrav uppfylls genom likhetsprincipen i 4 kap. 1 § aktiebolagslagen. Om man premierar den tolkning av likhetsprincipen som görs av bland annat Arvidsson, skulle det innebära att svenska regeringens tolkning av artikel 17.1 i öppenhetsdirektivet enbart innefattar ett formellt likabehandlingskrav. Enligt författaren är det nämligen enbart generalklausulerna som ger upphov till materiell likabehandling. Generalklausulerna används å andra sidan inte i förarbetena, enligt min mening, för att dra slutsatsen att svensk rätt uppfyller EU-direktivets krav.<sup>193</sup>

---

<sup>187</sup> Se Arvidsson (2014), s. 271–272.

<sup>188</sup> Jfr Bergström & Samuelsson, s. 146–147. Jfr även Arvidsson & Samuelsson, s. 128–130.

<sup>189</sup> Se Johansson, s. 87–88, 177.

<sup>190</sup> Se Andersson & Pehrson, s. 118.

<sup>191</sup> Se Andersson & Pehrson, s. 124; se även Beshar, s. 413 för en liknande åsikt.

<sup>192</sup> Se Andersson & Pehrson, s. 130; se även Beshar, s. 413–415 för en liknande åsikt. Jfr dock NJA 2013 s. 1250, p. 9 som skulle kunna tala för att det endast är generalklausulerna som ger uttryck för en materiell likabehandlingsprincip. Hur rättsfallet ska förstås är omdiskuterat i doktrinen, se Beshar, s. 413–416; Nerep, s. 321; Arvidsson (2014), s. 268.

<sup>193</sup> Jfr prop. 2006/07:65, bilaga 7, s. 473. Där anges att artikeln införlivas genom 4 kap. 1 § aktiebolagslagen, medan generalklausulerna inte nämns. Jfr även det som sagts ovan.

Dessa bestämmelser kan därmed inte användas som en grund för att härleda regeringens tolkning av kravet som följer av artikel 17.1 i öppenhetsdirektivet.

I propositionen verkar det emellertid uttryckas en tolkning som ligger närmare den åsikt som framhävs av Johansson, Andersson och Pehrson. Detta kan ses i att regeringen menar att likhetsprincipen i aktiebolagslagen motsvarar direktivets krav på likabehandling av *aktieägare*.<sup>194</sup> En distinktion mellan aktier och aktieägare upprätthålls alltså inte i förarbetena när likhetsprincipen omnämns. Det skulle därmed kunna öppna upp för att Sverige tolkar kravet i artikel 17.1 i öppenhetsdirektivet i enlighet med det som sägs av Johansson, Andersson och Pehrson, det vill säga att artikeln fordrar materiell likabehandling av aktieägare som befinner sig i samma ställning, som en följd av 4 kap. 1 § aktiebolagslagen.<sup>195</sup> Denna likhetsprincip medför således att man inte kan vidta en åtgärd som gynnar särskilda aktieägare på någon annans bekostnad.<sup>196</sup> För egen del menar jag att detta är den tolkning som vinner mest stöd utifrån det som framhävs i förarbetena. Det anges inget där som skulle medföra att tolkningen av artikel 17.1 skulle anses begränsa sig till informationsgivning.<sup>197</sup> Därtill blir det, enligt min uppfattning, i praktiken vanskligt att upprätthålla en distinktion mellan aktiers och aktieägares rättigheter, varför man inte kan särskilja begreppen likhetsprincipen och likabehandlingsprincipen ifrån varandra.

Då regeringen förefaller att se artikel 17.1 i öppenhetsdirektivet som ett krav på materiell likabehandling av aktieägare, skulle man kunna argumentera för att samma tolkning görs av regeringen avseende artikel 18.1 i öppenhetsdirektivet. 18 kap. 3 § lagen om värdepappersmarknaden uppställer alltså ett krav på likabehandling av obligationsägare som motsvarar den sagda tolkningen av likhetsprincipen ovan. Något som talar för detta är att artikel 17.1 och 18.1 i öppenhetsdirektivet är snarlika och det kan antas vara osannolikt att regeringen valt att tolka deras tillämpningsområde annorlunda.

Innan en sådan jämförelse med likhetsprincipen i aktiebolagslagen accepteras vid tolkning av 18 kap. 3 § lagen om värdepappersmarknaden, bör emellertid en sak noteras. Andreasson och Lidman hävdar att viss försiktighet bör iakttas vid jämförelser då aktier och företagsobligationer skiljer sig något i dess konstruktion. Enligt dem skiljer sig företagsobligationer emitterade av samma företag i regel betydligt mer från varandra än utgivna aktier. Det kan till

---

<sup>194</sup> Jfr vad som sagts ovan.

<sup>195</sup> Jfr vad som sagts ovan. Jfr även Beshar, s. 413–415.

<sup>196</sup> Jfr Andersson & Pehrson, s. 130.

<sup>197</sup> Jfr prop. 2006/07:65, s. 244, 265–266. Observera särskilt att det på s. 244 anges att ”[i] artikel 17 i öppenhetsdirektivet uppställs ett flertal krav avseende behandlingen av *och* [min kursivering] information till aktieägare”.

exempel röra sig om olika löptider och kupongräntor samt variation i eventuella säkerheter vilket inte gör sig gällande för aktier.<sup>198</sup>

För egen del hävdar jag likväl att en sådan jämförelse är befogad. Syftet med likabehandling inom aktiebolagsrätten anges ofta vara att upprätthålla förtroendet för marknaden och främja en effektiv kapitalallokering.<sup>199</sup> Givet att en sådan princip inte hade funnits hade en aktieägare inte haft skydd gentemot att en annan drar otillbörliga fördelar på dennas bekostnad.<sup>200</sup> I förlängningen hade detta sålunda resulterat i en kapitalmarknad som inte effektivt kopplar samman investerare med investeringsbart kapital, med produktiva företag i behov av finansiering. Liknande skäl bör kunna anföras beträffande företagsobligationsinnehavare.<sup>201</sup> Om en sådan princip inte skulle anses gälla hade en emittent fritt kunnat särbehandla viss obligationsägare – exempelvis i samband med eventuella ändringar av obligationsvillkor<sup>202</sup> – och därigenom samtidigt missgynna andra innehavare av motsvarande värdepapper. Ett sådant förfarande skulle enligt min uppfattning uppenbart bedömas som skadligt för företagsobligationsmarknadens funktionssätt. Samma skyddsskäl gör sig alltså gällande även här. Skrivelsen i förarbetena att kravet på likabehandling i 18 kap. 3 § lagen om värdepappersmarknaden liknar den som finns inom aktiebolagsrätten, bör sålunda kunna förstås som att obligationsägare som utgångspunkt har rätt att bli behandlade lika i materiellt hänseende. Med detta sagt torde man likväl i det enskilda fallet behöva beakta eventuella skillnader mellan obligationerna i bedömningen om en särbehandling kan vara tillåten. Detta kommer diskuteras närmare i avsnitt 4.2.

### 3.3.3 Finns det en likabehandlingsprincip på den svenska företagsobligationsmarknaden?

Analysen i förgående avsnitt talar för att den svenska regleringen ska förstås som ett krav på materiell likabehandling av obligationsägare. En sådan tolkning av lagrummet görs likaså av Andrews. I sin avhandling verkar han påstå att 18 kap. 3 § lagen om värdepappersmarknaden ger uttryck för en allmän likabehandlingsprincip vilken är en nödvändig förutsättning för att investerare ska ha förtroende för företagsobligationslånet.<sup>203</sup> En annan ordning skulle enligt samma författare medföra att det skulle bli betydligt svårare och dyrare att använda finansieringsformen då antalet investerare skulle minska.<sup>204</sup> Den sagda likabehandlingsprincipen innebär enligt honom ett förbud mot att behandla innehavare av obligationslån utgivna samtidigt och med samma villkor olika vid eventuella villkorsändringar. En emittent

---

<sup>198</sup> Se Andreasson & Lidman, s. 83; jfr vad som sagts under avsnitt 2.1.

<sup>199</sup> Se Andreasson & Lidman, s. 81; Lidman (2020), s. 250–252; Stattin, s. 118–119.

<sup>200</sup> Se Bergström & Samuelsson, s. 45; Lidman (2021), s. 2.

<sup>201</sup> Jfr även Andreasson & Lidman, s. 81, 83; Lidman (2023a), s. 809.

<sup>202</sup> Se nedan avseende Andrews åsikt.

<sup>203</sup> Se Andrews (2022), s. 300.

<sup>204</sup> Se Andrews (2022), s. 300.

kan med andra ord inte premiera en fordringsägare genom att ge denne särskilt gynnsamma villkor. Likabehandlingsprincipen hindrar även enligt Andrews att emittenten erbjuder vissa innehavare – men inte alla – ersättning i syfte att de ska rösta för en accept av villkorsändringarna vid fordringshavarmötet.<sup>205</sup>

Som stöd för sin åsikt anför Andrews – utöver det angivna lagrummet – bland annat det som anges i internationella principalsamlingar och ett uttalande i en statlig utredning. De principalsamlingar som nämns av författaren är PECL och DCFR. I dessa anges följande:

”Separate creditors are entitled to equal shares unless the contract or the law provides otherwise”<sup>206</sup>

“(1) Solidary creditors are entitled to equal shares unless the contract or the law provides otherwise.

(2) A creditor who has received more than that creditor's share must transfer the excess to the other creditors to the extent of their respective shares”<sup>207</sup>

”In the case of divided rights the creditors have equal shares”.<sup>208</sup>

I utredningen *Förenklad obligationshantering*, som Andrews hänvisar till, anges det i sin tur att obalans skulle uppkomma på obligationsmarknaden om en emittent kunde erbjuda särskilda villkorsändringar enbart till ett antal obligationsinnehavare, varför det inte kan vara tillåtet.<sup>209</sup> Att det inte är möjligt att ge obligationsinnehavare i samma ställning olika förmånliga obligationsvillkor framhävs även av Andersson.<sup>210</sup>

För egen del menar jag likaså att uttalandet i utredningen från 1969 ger stöd för att det i svensk rätt finns ett krav på likabehandling av obligationsinnehavare. Annorlunda uttryckt är min uppfattning att det visar att man kan tolka förarbetena på det sätt som gjorts tidigare i kapitlet. Dessutom är det som stadgas i ovanstående principalsamlingar relativt likt det som anges i 4 kap. 1 § aktiebolagslagen.<sup>211</sup> Med detta i åtanke är min tolkning,

---

<sup>205</sup> Se Andrews (2022), s. 302. Det bör framhåvas att Andrews uppger det sagda i samband med att vederbörande för en argumentation om att det även ska finnas ett rättsligt ansvar mellan obligationsägare oaktat att deras relation är att bedömas som utomobligatorisk. Även om jag inte delar författarens åsikter beträffande att man kan konstruera ett sådant avtalsliknande ansvar i den situationen, se fotnot 290, borde det som sägs där i övrigt kunna anses göra gällande inom det område man finner likabehandlingsprincipen tillämplig.

<sup>206</sup> Se Artikel 10:202 i PECL.

<sup>207</sup> Se Artikel 10:204 i PECL.

<sup>208</sup> Se Artikel III.4 204 i DCFR.

<sup>209</sup> Se Andrews (2022), s. 300 (fotnot 1035); SOU 1969:13, s. 64.

<sup>210</sup> Se Andersson, s. 78. Observera dock att författaren inte diskuterar detta utifrån 18 kap. 3 § lagen om värdepappersmarknaden.

<sup>211</sup> Jfr med det som stadgas i det angivna lagrummet: ”Alla aktier har lika rätt i bolaget, om inte annat följer av 2–5 §§”.

likt Andrews, att de internationella principalsamlingarna indikerar att det finns ett krav på materiell likabehandling av obligationsinnehavare.

Att 18 kap. 3 § lagen om värdepappersmarknaden ger stöd för en allmän likabehandlingsprincip synes även gå att tillskriva Göthlin. Den sistnämnda diskuterar kravet på likabehandling främst som en grund för att obligationsvillkor ska vara gällande både för de som köpt värdepapper på primärmarknaden såväl som på sekundärmarknaden.<sup>212</sup>

En förutsättning för att man ska kunna medge ett krav på materiell likabehandling i Sverige är att syftet med öppenhetsdirektivet inte förfelas.<sup>213</sup> Enligt min mening kan erkännandet av sådana rättigheter inte strida mot detta krav, då det i slutändan ger ett starkare investerarskydd för samtliga aktörer på svensk företagsobligationsmarknad.<sup>214</sup> Enligt Lidman är ett materiellt skydd av obligationsägare likt detta önskvärt, särskilt då den ekonomiska pressen ökat för många emittenter på grund av rådande ränteläge.<sup>215</sup> Det ska dock observeras att Lidman resonerar om detta utifrån ett *de lege ferenda*-perspektiv, medan min uppfattning är att detta krav sannolikt redan följer av gällande rätt.

### 3.4 Sammanfattande reflektioner avseende rätt och krav på likabehandling utifrån EU-rätten och svensk rätt

Av analysen i kapitlet framgår att EU-rättens krav på likabehandling begränsar sig till informationsgivning, det vill säga att obligationsägare har rätt till samma information ifrån emittenten enligt artikeln, men dock inga materiella rättigheter. Stöd för denna slutsats ges av en systematisk såväl som en syftes- och ändamålsenlig tolkning. Därutöver är en sådan tolkning i linje med EU-domstolens uttalanden i rättsfallet Audiolux där den snarlika artikel 17.1 i öppenhetsdirektivet berördes.

Det kan dock noteras att de nordiska grannländerna tolkat artikeln olika i samband med införlivandet. En möjlig förklaring kan vara att frågan om tolkning av artikel 18.1 i öppenhetsdirektivet inte varit föremål för djupgående analys av de nationella lagstiftarna. Detta är i praktiken emellertid av ringa betydelse då öppenhetsdirektivet är ett minimidirektiv innebärande att respektive land på nationell nivå kan ha mer långtgående skydd.<sup>216</sup>

---

<sup>212</sup> Se Göthlin, s. 209–210.

<sup>213</sup> Jfr vad som sagts i avsnitt 1.3.

<sup>214</sup> Jfr även EU-domstolens dom, C-101/08, p. 62.

<sup>215</sup> Se Lidman (2023a), s. 809.

<sup>216</sup> Detta gäller under förutsättning att artikel 18.1 i öppenhetsdirektivet tolkas som ett krav på lika rätt till information. Om analysen däremot hade visat att direktivet därutöver uppställer ett krav på materiell likabehandling, hade exempelvis Norges tolkning medfört att de implementerat direktivet på ett felaktigt sätt.



Detsamma gäller för Sverige som på nationell nivå kan uppställa ett mer omfattande skydd av obligationsinnehavare.

Att det i svensk rätt torde finnas ett sådant krav på materiell likabehandling av företagsobligationsinnehavare framgår av redogörelsen i detta kapitel. Stöd för detta ställningstagande ges bland annat av likabehandlingsprincipen som gäller inom aktiebolagsrätten, vilken förarbetena till 18 kap. 3 § lagen om värdepappersmarknaden gör en jämförelse med. Enligt min uppfattning är det därmed befogat att studera den aktiebolagsrättsliga bestämmelsen vid tolkning av 18 kap. 3 § lagen om värdepappersmarknaden. Vidare stöds denna slutsats av det som anges i internationella principalsamlingar. Detta innebär exempelvis att det inte är möjligt för en emittent att särbehandla fordringsägare i händelse av villkorsändringar. Sammantaget kan sägas att det med största sannolikhet finns ett krav på materiell likabehandling av företagsobligationsägare enligt svensk rätt. Det bör emellertid noteras att frågan inte varit föremål för prövning i allmän domstol i Sverige.

## 4 Likabehandlingsprincipens räckvidd

### 4.1 Allmänt om partsförhållandena och utgångspunkter för den fortsatta analysen

I förgående kapitel har det fast slagits att det finns en likabehandlingsprincip på den svenska företagsobligationsmarknaden. Analysen preciserar emellertid inte mellan vilka principen gör sig gällande och skälen till detta. Syftet med detta kapitel är att belysa denna fråga, vilket svarar mot uppsatsens underfrågeställning. En utgångspunkt för att svara på detta är att påminna sig om det som sades under avsnitt 2.3 angående vilka aktörer som finns på marknaden. Här kan särskilt emittenter, fordringsägare och obligationslåneagenten pekas ut, där relationerna där mellan (i) emittent-fordringsägare, (ii) obligationslåneagent-fordringsägare samt (iii) fordringsägare-fordringsägare kan anses vara de intressanta att undersöka.<sup>217</sup>

Den observanta läsaren kan i sammanhanget notera att jag i den fortsatta framställningen utelämnar relationen mellan emittent-obligationslåneagent. Skälen till detta är två. För det första har en emittent inget behov av ett rättsligt likabehandlingskrav då det i praktiken inte finns någon den kan olikabehandlas gentemot. För det andra ska det påminnas om att obligationslåneagentens uppgift i sin tur är att representera obligationsinnehavarna gentemot emittenten.<sup>218</sup> En eventuell särbehandling av två agenter – som representerar ägare i två obligationslån där villkorsidentitet inte råder – skulle därmed kunna anses vara liktydigt med att det i praktiken är obligationsinnehavarna som särbehandlas.<sup>219</sup> Denna fråga bör därför enligt min mening bedömas i relationen mellan emittent-fordringsägare, vilket kommer behandlas utförligt i avsnittet nedan. Med detta sagt är det överflödigt att ha en utförlig diskussion om en eventuell likabehandlingsprincip mellan emittent och obligationslåneagent.

Det är alltså i de tre ovan angivna fallen det kan vara av betydelse att redogöra för i vilken mån en likabehandlingsprincip gäller. Dessa kommer vara föremål för djupgående analys nedan.

### 4.2 Emittent och fordringsägare

Relationen mellan emittent och innehavare av obligationer kännetecknas av att den första har emitterat värdepapper till de senare. Annorlunda uttryckt innebär detta att det emitterade företaget erhållit kapital från fordringsägarna i löfte om att betala tillbaka vid ett senare tillfälle i enlighet med

---

<sup>217</sup> Jfr Andrews (2022), s. 306 med tillhörande bild.

<sup>218</sup> Se Wenne, s. 240; jfr punkt 19.1–19.2 i SSMA-villkoren.

<sup>219</sup> Jfr vad som sägs i fotnot 238 om att det torde gå att ses som ett fullmaktsförhållande; Andrews (2022), s. 335–336.

obligationslånet.<sup>220</sup> Det första typfallet att diskutera är då emittenten emitterat obligationer med *identiska villkor*. Med detta menas att fordringsägarna har obligationer med identiska löptider, nominella värden, kupongräntor samt andra övriga villkor såsom SSMA-villkoren.<sup>221</sup> Givet denna premis kan frågan ställas om det finns ett krav på likabehandling av dessa obligationsägare. Svaret på detta är jakande. Detta är något som följer direkt av ordalydelsen i 18 kap. 3 § lagen om värdepappersmarknaden och är den situationen som lagstiftaren primärt pekar ut genom bestämmelsen. Det finns alltså ett krav på materiell likabehandling av investerare som innehar obligationer med identiska villkor.

Innebär detta att det finns en möjlighet för en emittent att behandla fordringsägare olika så länge kravet på villkorsidentitet inte är uppfyllt? Denna fråga dryftas av Andreasson och Lidman i deras artikel, där de hävdar att kravet på likabehandling inte helt kan försvinna enbart på grund av vissa skillnader i obligationsvillkoren mellan två obligationer.<sup>222</sup> Enligt samma författare bör det fortfarande krävas en avvägning mellan särbehandlingen och de sakliga skäl som motiverar den. Dessa angivna skäl bör enligt dem härstamma från olikheterna mellan obligationerna.<sup>223</sup>

Enligt min mening har denna åsikt fog för sig. Det ska noteras att de nämnda författarna primärt diskuterar det sagda utifrån informationsmässig likabehandling, men samma diskussion bör rimligtvis även kunna göras i fråga om materiell sådan. Givet att förtroendet för marknads funktionssätt ska bibehållas, fordras att en eventuell särbehandling utanför 18 kap. 3 § lagen om värdepappersmarknadens direkta tillämpningsområde görs utifrån sakliga grunder. I annat fall hade en emittent kunnat kringgå det aktuella likabehandlingskravet genom att denna på förhand infört praktiskt taget obetydliga skillnader i obligationsvillkoren i förhållande till respektive innehavare. Det hade nämligen inneburit att villkorsidentitet inte längre hade varit gällande och att det därmed inte skulle omfattas av den direkta ordalydelsen i nämnda lagrum. En sådan ordning hade troligen inte godtagits om frågan togs upp till rättslig prövning. Det torde därmed, enligt min uppfattning, inte vara tillräckligt att motivera *materiell* olikabehandling med att obligationerna skiljer sig marginellt i fråga om exempelvis löptid eller kupongränta. Att i denna uppsats närmare precisera vilka situationer en särbehandling typiskt sett däremot är befogad kan inte göras utan svårigheter. Sådana överväganden kräver nämligen att man ser till omständigheterna i den enskilda situationen och de skäl som anförs av emittenten.

Stöd för mitt ställningstagande ges av vad som gäller för likhetsprincipen inom associationsrätten i allmänhet. I rättsfallet NJA 1977 s. 393 uttryckte

---

<sup>220</sup> Jfr vad som sagts i avsnitt 2.1.

<sup>221</sup> Jfr vad som sagts i avsnitt 2.1.

<sup>222</sup> Se Andreasson & Lidman, s. 83.

<sup>223</sup> Se Andreasson & Lidman, s. 83.

Högsta domstolen i fråga om likhetsprincipens tillämpningsområde i ekonomiska föreningar att ”medlemmar inte får behandlas olika, med mindre detta är av *sakliga skäl* [min kursivering] motiverat”. Rättsfallet har medfört att Andersson och Pehrson gör gällande att likhetsprincipen inom aktiebolagsrätten bör kunna frångås om man motiverar detta med sakliga affärsmässiga skäl.<sup>224</sup> Johansson hävdar i sin tur att det i varje enskilt fall bör ske en avvägning mellan majoriteten och minoritetens intresse i fråga om att göra avsteg från likhetsprincipen.<sup>225</sup> Liknande överväganden torde behöva göras i fråga om vad som kan motivera att man särbehandlar obligationsinnehavare med vissa skillnader i obligationsvillkor.

Sammantaget kan följande sägas. Fordringsägare som innehar obligationer utgivna samtidigt och med samma villkor torde ha rätt att bli materiellt likabehandlade, vilket följer direkt av 18 kap. 3 § lagen om värdepappersmarknaden. Utanför dess direkta tillämpningsområde fordras fortfarande att emittenten kan anföra sakliga skäl för att agerandet ska bedömas vara rättsenligt.

### 4.3 Obligationslåneagent och fordringsägare

I obligationsvillkoren föreskrivs som tidigare nämnts ofta att en obligationslåneagent ska utses. Genom att fordringsägarna tecknar obligationer där ett sådant villkor finns, överlämnar samtliga av dessa över uppdraget åt en obligationslåneagent att representera dem inför emittenten.<sup>226</sup> Huvudfördelen för obligationsinnehavarna med detta upplägg är att agenten åtar sig ansvaret att säkerställa att utfärdaren följer alla de kontraktsmässiga krav, villkor och föreskrifter som gäller för obligationerna. Detta innebär att fordringsinnehavarna själva inte behöver övervaka och bevaka dessa intressen. Genom denna delegering har obligationslåneagenten också möjlighet att på fordringsägarnas vägnar vidta olika åtgärder för att skydda deras intressen om det skulle upptäckas att dessa krav och villkor inte efterlevs.<sup>227</sup> Obligationslåneagenten har i sin tur, genom en specifik underteckning, förbundit sig att följa SSMA-villkoren och agera i enlighet med samtliga relevanta bestämmelser i villkoren.<sup>228</sup>

Ett spørsmål relaterat till detta är huruvida agenten har en skyldighet att likabehandla respektive fordringsägare. Vilka uppgifter som tillkommer agenten regleras vanligtvis i de obligationsvillkor som gäller tillsammans med obligationerna. Inte sällan är sådana obligationsvillkor baserade på de nyss nämnda SSMA-villkoren, i vilken det anges under punkten 19.2.4 att obligationslåneagenten ska behandla samtliga obligationsägare lika och att samtliga åtgärder ska göras med hänsyn till innehavarnas kollektiva intressen.

---

<sup>224</sup> Se Andersson & Pehrson, s. 137.

<sup>225</sup> Se Johansson, s. 179.

<sup>226</sup> Se punkt 19 i SSMA-villkoren.

<sup>227</sup> Se Wenne, s. 240; jfr även punkt 19.1–19.2 i SSMA-villkoren.

<sup>228</sup> Se SSMA-villkoren, s. 59.

Punkten uppställer med andra ord ett förbud mot att agenten ska kunna vidta handlingar som enbart ligger i en enskild innehavares intresse. I stället bör samtliga ageranden från agentens sida följa principen om likabehandling enligt punkten. Det ska noteras att detta krav följer direkt av obligationsvillkoren och bör, enligt min mening, inte härledas utifrån de regler som redogjorts för i kapitlet ovan.

Vad som gäller, givet att en sådan punkt i obligationsvillkoren inte skulle finnas i det enskilda fallet, kan emellertid diskuteras. Parterna har full frihet att avvika från SSMA-villkoren, då det senare enbart är ett mallavtal.<sup>229</sup> En möjlig synvinkel är att hävda att frånvaron av specifika skrivningar om likabehandling, ger agenten möjlighet att särbehandla obligationsägare utan att det medför några rättsliga konsekvenser. Argumentet härleds från det faktum att de enda kraven som fastställs i samband med agentens godkännande av SSMA-villkoren är att agenten måste följa de för den gällande bestämmelserna. Om det dock inte finns några tydliga bestämmelser i de individuella villkoren som reglerar likabehandling av fordringsägare, kan man hävda att det inte finns någon skyldighet att följa en sådan princip. Innan en sådan konklusion görs är det emellertid nödvändigt att utreda huruvida ett krav på likabehandling kan anses föreligga som handelsbruk.

Om det enskilda avtalet inte omnämner en specifik situation kan en eventuell sedvänja i vissa fall användas. Givet att det uppkommer en fråga som inte regleras av bestämmelserna i avtalet kan med andra ord ett eventuellt handelsbruk användas för att fylla ut innehållet med villkor som kan anses vara underförstådda.<sup>230</sup> En förutsättning för att ett sådant handelsbruk ska anses föreligga inom näringslivet är att det bedöms vara tillräckligt etablerat.<sup>231</sup> Svårigheten är emellertid att bestämma när denna sedvänja är så pass utbredd att marknadens parter känner sig rättsligt bundna av den.<sup>232</sup> Kravet kan dock komma att ställas något lägre ifall det inte finns någon dispositiv lagregel som reglerar det eventuella behov handelsbruket kan anses fylla.<sup>233</sup>

Inledningsvis bör noteras att Svensk Värdepappersmarknad uppfattning är att de punkter som återfinns i SSMA-villkoren är några som är vanligt förekommande på den svenska obligationsmarknaden.<sup>234</sup> På organisationens hemsida beskrivs vidare att de dokument som tas fram av Svensk Värdepappersmarknad är baserade på organisationens uppfattning av rådande

---

<sup>229</sup> Jfr sidhuvudet till SSMA-villkoren där det anges att "[i]ndividual parties are always free to depart from the terms and conditions in this document".

<sup>230</sup> Se Ramberg & Ramberg, s. 29–30.

<sup>231</sup> Se Ramberg & Ramberg, s. 30.

<sup>232</sup> Se Ramberg & Ramberg, s. 30; Bernitz, s. 44; jfr NJA 1999 s. 629; NJA 2016 s. 1195, p. 7.

<sup>233</sup> Se Ramberg & Ramberg, s. 31; NJA 2022 s. 574 p. 24; jfr dock Heidbrink, s. 127; Arvidsson (2023), s. 618 (fotnot 13).

<sup>234</sup> Svensk Värdepappersmarknad (2022b), s. 1.

rättsläge.<sup>235</sup> En annan sak att fästa uppmärksamhet vid är att uppdraget som obligationslåneagent uteslutande fullgörs av antingen Nordic Trustee eller Intertrust Group på svenska företagsobligationsmarknaden.<sup>236</sup> Den förstnämnda av dessa beskriver på sin hemsida att de företräder samtliga innehavare på lika villkor när de tillvaratar dessas rättigheter.<sup>237</sup> Uppfattningen på marknaden synes alltså vara att obligationslåneagenten ska behandla obligationsinnehavare lika. Det talar för att kravet på likabehandling ska anses utgöra ett handelsbruk givet att de enskilda obligationsvillkoren inte föreskriver något om det.

Det finns därutöver ingen distinkt dispositiv lagregel, som i brist på enskilt avtalsinnehåll, kan anses reglera deras mellanhavanden.<sup>238</sup> Slutsatsen att en domstol skulle finna att en agent har en skyldighet att likabehandla obligationsägare om frågan skulle tas upp till rättslig prövning stärks av detta. En annan ordning skulle medföra att en obligationsagent fritt hade kunnat gynna en fordringsägare på andras bekostnad, vilket obestriddligen hade medfört att förtroendet för mellanmannen skulle urholkas. Att följa en likabehandlingsprincip ligger sålunda även i agentens intresse.<sup>239</sup> Det är därmed sannolikt att även Intertrust Group agerar som att ett sådant krav finns på marknaden, trots att detta uttryckligen inte framgår av deras offentliga information. Sammanfattningsvis torde likabehandling av fordringsägare från obligationslåneagentens sida utgöra ett handelsbruk på den svenska företagsobligationsmarknaden.

#### 4.4 Fordringsägare och fordringsägare

Inom samma obligationslån finns det som tidigare påpekats ett flertal fordringsägare.<sup>240</sup> Även i detta fall kan det diskuteras om dessa har en skyldighet att iaktta ett likabehandlingskrav gentemot varandra, vilket fordrar en närmare undersökning om det kan anses föreligga någon form av rättsgemenskap mellan obligationsinnehavarna. Först och främst är det viktigt att notera att oavsett om obligationsvillkoren är kortfattade eller liknar

---

<sup>235</sup> Svensk Värdepappersmarknad (2023), Reglering & självreglering.

<sup>236</sup> Se Landeman, Andrén & Hellesnes, s. 137.

<sup>237</sup> Se Nordic Trustee (2023), Bond Trustee.

<sup>238</sup> Närmast till hands skulle vara att se relationen mellan obligationslåneagent och obligationsinnehavare som ett fullmaktsförhållande, jfr skrivelsen ”...each initial Bondholder [...] authorises the Agent to act on its behalf” i punkt 19.1.1 i SSMA-villkoren; Ramberg & Ramberg, s. 64-65. Ett krav att inte särbehandla en särskild innehavare framför andra skulle då eventuellt kunna anses följa av agentens lojalitetsplikt, jfr 18 kap. 1 § handelsbalken (1736:1232); Ramberg & Ramberg, s. 78-79; Dotevall (2013), s. 231-232; Munukka, s. 302-305. Det redogjorda för kan dock enligt mig inte anses utgöra en tydlig reglering av parternas mellanhavanden, särskilt då handelsbalkens regler är från 1734 års lag, jfr Dotevall (2013), s. 223.

<sup>239</sup> Att notera är även punkt 19.4.3 i SSMA-villkoren i vilken det anges att obligationsägare som företräder minst 10 % av det totala obligationslånet kan kalla till ett fordringshavarmöte med en begäran om att entlediga agenten.

<sup>240</sup> Se avsnitt 2.1.

SSMA-villkoren<sup>241</sup>, är det tveksamt om fordringsägarna kan betraktas som *traditionella* kontraktsparter i förhållande till varandra. Anledningen till detta är att de enskilda obligationerna med dess villkor i huvudsak gäller gentemot emittenten.<sup>242</sup> En utredning om fordringshavarkollektivets rättsliga klassificering kommer därför göras utifrån om mellanhavandet kan ses någon form av association samt om detta i förlängningen medför ett krav på likabehandling.

Inom svensk rätt finns en rad olika typer av associationsformer. Ett flertal av dessa kräver registrering såsom aktiebolag och handelsbolag.<sup>243</sup> Så vitt jag förstått finns det inget exempel på där obligationsägare inom ramen för ett obligationslån gått samman och hanterat deras eventuella mellanhavanden under en registrerad associationsform. Detta resulterar i att dessa associationsformer kan uteslutas i den fortsatta analysen.<sup>244</sup> I stället ligger tonvikten på om fordringshavarna inom samma obligationslån kan ses som en association där ett sådant formkrav inte finns. I den fortsatta framställningen avgränsar sig analysen till att utreda huruvida ett enkelt bolag är för handen. Det innebär att frågan huruvida fordringshavarkollektivet till exempel kan ses som en ekonomisk förening inte kommer att beröras.

Ett enkelt bolag uppvisar en rad gemensamma drag med ett handelsbolag, men skiljer sig åt på ett antal viktiga punkter. För det första kräver ett handelsbolag en formell registrering, vilket inte är fallet för det enkla bolaget. Dessutom måste ett handelsbolag bedriva "näringsverksamhet", medan det enkla bolaget kan avse olika typer av verksamhet.<sup>245</sup> Likt andra associationsformer fordras dock fortfarande att det grundläggande *bolagsbegreppet* är uppfyllt för att det ska klassas som ett enkelt bolag. Hur detta begrepp ska förstås framgår inte direkt vid en läsning av lagtexten utan man får i stället hämta ledning ifrån vad som sägs i förarbetena och litteraturen.<sup>246</sup> Man brukar i denna kontext tala om att tre rekvisit behöver vara uppfyllda för att ett bolag ska vara för handen. Det första är att det ska finnas ett bolagsavtal mellan två eller flera parter. Därutöver krävs att verksamheten dels ska avse ett för bolagsmännen gemensamt ändamål, dels att delägarna ska vara förpliktade att verka för detta gemensamma syfte.<sup>247</sup> I avsnittet ovan konstaterades det att det är osannolikt att obligationsinnehavarna skulle komma att registrera sina mellanhavanden. Det

---

<sup>241</sup> Jfr vad som sagts i avsnitt 2.1.

<sup>242</sup> Jfr Andrews (2022), s. 293–294, 309–310; punkt 2.2 och 2.4 i SSMA-villkoren.

<sup>243</sup> Se 2 kap. 24 § aktiebolagslagen samt 1 kap. 1 § lagen (1980:1102) om handelsbolag och enkla bolag.

<sup>244</sup> Jfr även Andrews (2022), s. 334, 168.

<sup>245</sup> Jfr 1 kap. 1 och 3 §§ lagen om handelsbolag och enkla bolag; prop. 1979:80:143, s. 36, 108–111.

<sup>246</sup> Se prop. 1979/80:143, s. 35; Nial, Hemström & Stattin, s. 43, 343; Dotevall (2015), s. 19, 124; jfr 1 kap. 3 § lagen om handelsbolag och enkla bolag.

<sup>247</sup> Se prop. 1979:80:143, s. 35–36; Dotevall (2015), s. 19–28; Nial, Hemström & Stattin, s. 43–54.

betyder att ett enkelt bolag föreligger i förevarande situation, givet att dessa tre bolagsrekvisit är uppfyllda.<sup>248</sup>

Frågan om ett *bolagsavtal* föreligger får avgöras med hjälp av de allmänna reglerna på avtalsrättens område.<sup>249</sup> Enligt Ramberg och Ramberg kan avtalsbundenhet traditionellt analyseras utifrån tre förutsättningar vilka är att partens vilja att ingå ett avtal, hur denna viljeförklaring uttrycks samt vilken tillit detta yttrande ger hos motparten.<sup>250</sup> Bedömningen om förutsättningarna för att avtal har kommit till stånd får enligt samma författare bedömas utifrån rådande samhällliga normer om vad som ska anses medföra avtalsbundenhet. Det nu nämnda betyder att avtalsbundenhet kan tänkas uppkomma även i situationer som inte träffas direkt av det som stadgas i avtalslagen.<sup>251</sup>

Ett exempel på det senare är avtalsbundenhet genom ett konkludent handlande. Ramberg och Ramberg framhäver att i vissa fall kan avtal anses ha slutits genom ett sådant agerande från parternas sida.<sup>252</sup> Avtal genom konkludent handlande innebär att parterna blir bundna av ett beteende som skapar en tillit, utan att en sådan vilja yttrar sig explicit i ord eller skrift.<sup>253</sup> Att ett bolagsavtal kan ingås på detta sätt fastslogs av Göta hovrätt i avgörandet RH 2012:39. Det nu sagda innebär i praktiken att ett enkelt bolag kan komma till stånd även om parterna inte haft ett egentligt syfte att bilda en gemensam association.<sup>254</sup> Exempel på detta från praxis är även NJA 1939 s. 434 där ett enkelt bolag ansågs uppkomma av det faktum att tre personer fyllt i en tipskupong tillsammans.<sup>255</sup>

Därutöver uppställs ett krav att personerna ska ha som syfte verka för ett *gemensamt ändamål*. Det fordras med andra ord att personerna har ett gemensamt intresse i den verksamhet som ska bedrivas.<sup>256</sup> Ofta innebär detta att parterna har ett gemensamt ekonomiskt intresse, där aktieägaravtal – vilket torde gå att klassa som ett enkelt bolag<sup>257</sup> – kan nämnas som exempel. Syftet med ett sådant avtal är att främja bolagsmännens intressen i det aktiebolag vari de är delägare.<sup>258</sup> Ett ekonomiskt intresse är dock ingen nödvändighet för att ändamålskravet ska anses vara uppfyllt. Exempel på det senare kan vara att ett antal personer gått samman i syfte att dela på en kostnad.<sup>259</sup>

---

<sup>248</sup> Jfr Nial, Hemström & Stattin, s. 343; Dotevall (2015), s. 124.

<sup>249</sup> Se Nial, Hemström & Stattin, s. 349.

<sup>250</sup> Se Ramberg & Ramberg, s. 99.

<sup>251</sup> Se Ramberg & Ramberg, s. 100–101.

<sup>252</sup> Se Ramberg & Ramberg, s. 127.

<sup>253</sup> Se Ramberg & Ramberg, s. 127; Nial, Hemström & Stattin, s. 349; Sandström, s. 24.

<sup>254</sup> Se Dotevall (2015), s. 22; Sandström, s. 45; Lindskog, s. 40; Östberg, s. 1147.

<sup>255</sup> Jfr även SOU 1978:67, s. 116.

<sup>256</sup> Se Dotevall (2015), s. 24; Nial, Hemström & Stattin, s. 47.

<sup>257</sup> Se Dotevall (2015), s. 27.

<sup>258</sup> Se Nial, Hemström & Stattin, s. 46; jfr Dotevall (2015), s. 24–25.

<sup>259</sup> Se Nial, Hemström & Stattin, s. 46; jfr Dotevall (2015), s. 25–26.



Bolagsmännen ska även vara *förpliktade* att verka för det gemensamma ändamålet för att ett enkelt bolag ska föreligga.<sup>260</sup> Det finns ett flertal sätt att uppfylla detta. Exempelvis menar Dotevall att i fråga om aktieägaravtal kan kravet uppnås genom att bolagsmännen förbinder sig att rösta på ett visst sätt.<sup>261</sup> Nial, Hemström och Stattin framhäver därutöver som ett exempel att aktivitetskravet kan uppfyllas genom att bolagsmännen åläggs en skyldighet att underlåta att vidta vissa åtgärder, det vill säga genom att inte handla.<sup>262</sup> Uppfattningen i doktrinen är i korthet att kravet på förpliktelse inte ska tolkas alltför restriktivt.<sup>263</sup>

Som man kan se är frågan om ett bolagsavtal föreligger, kravet att bedriva en verksamhet samt aktivitetskravet nära förknippade med varandra. Till exempel kan parternas agerande att verka för ett gemensamt ändamål i sin tur leda till att ett bolagsavtal kan anses föreligga.<sup>264</sup> Enligt Lindskog innebär detta att det i praktiken blir fråga om en helhetsbedömning. En sådan granskning kan medföra att man finner att ett enkelt bolag är för handen även om det är något oklart huruvida ett visst rekvisit faktiskt är uppfyllt.<sup>265</sup>

För att besvara frågan om fordringshavarkollektivet kan anses vara ett enkelt bolag bör det återigen noteras att obligationsvillkoren kan skilja sig mellan olika obligationslån.<sup>266</sup> I den fortsatta framställningen antas att det finns utförliga obligationsvillkor förenat med obligationerna vilka har likheter med det som anges i SSMA-villkoren.<sup>267</sup> Man kan fråga sig om detta förhållande medför att fordringshavarkollektivet är att ses som ett enkelt bolag. Genom att respektive innehavare tecknar sådana obligationer åtar sig dessa att följa SSMA-villkoren, vilket framgår av punkt 2.2 i villkoren.<sup>268</sup> Detta medför en rad rättsliga implikationer. I punkt 19.1 i SSMA-villkoren stadgas att obligationsinnehavarna överlämnar åt en agent att agera och besluta på deras vägnar.<sup>269</sup> Därtill har fordringshavarna som huvudregel inte möjlighet att vidta åtgärder direkt gentemot emittenten såsom att driva in pengar eller inleda ett konkursförfarande, utan sådana åtgärder får endast vidtas av den utsedda obligationslåneagenten. Denna reglering kan benämnas som en ”no

---

<sup>260</sup> Se Dotevall (2015), s. 26–27, 124; Nial, Hemström & Stattin, s. 45–52; Sandström, s. 25.

<sup>261</sup> Se Dotevall (2015), s. 27.

<sup>262</sup> Se Nial, Hemström & Stattin, s. 54.

<sup>263</sup> Se Nial, Hemström & Stattin, s. 54–55; Dotevall (2015), s. 26–27; Sandström, s. 32; Östberg, s. 1147; jfr dock NJA 1910 s. 344.

<sup>264</sup> Jfr NJA 1939 s. 434.

<sup>265</sup> Se Lindskog, s. 47–48.

<sup>266</sup> Se avsnitt 2.1; jfr även Andrews (2022), s. 294.

<sup>267</sup> Detta innebär att fallet med kortfattade obligationsvillkor inte är föremål för djupgående analys. För en viss diskussion, se dock fotnot 290.

<sup>268</sup> Se även Andrews (2022), s. 309–310, 341.

<sup>269</sup> Se även punkt 19.2.2 i SSMA-villkoren där det anges att agentens åtgärder är bindande för obligationsinnehavarna.

direct actions”-klausul.<sup>270</sup> Detta betyder emellertid inte att fordringshavarna saknar förmåga att bevaka sina rättigheter i förhållande till emittenten. De kan nämligen genom beslut vid fordringshavarmöten ge instruktioner till hur agenten ska agera på deras vägnar. På det sättet får innehavarna möjlighet att påverka de beslut som har praktisk relevans för deras innehav.<sup>271</sup> Det kan noteras att sådana beslut fattas utifrån vissa särskilda majoritetskrav och binder även de obligationsägare som motsatt sig det som prövats.<sup>272</sup>

När fordringsägarna tecknar sina obligationer med dessa typer av villkor, underkastar sig dessa med andra ord den beslutsordning som nyligen redogjorts för. Det innebär att den enskilda obligationsinnehavaren i praktiken måste följa det beslut som kollektivet bedömer som det mest lämpliga. Enligt min mening talar det för att ett bolagsavtal finns mellan obligationsägarna. Bundenhet i föreliggande fall torde inte kunna gå att påvisa med de traditionella avtalssluten som återfinns i avtalslagen, utan det blir snarare en form av konkludent handlande. Även om det inte uttrycks i ord eller skrift, torde det finnas en tillit hos innehavare till att även andra ägare inom samma obligationslån kommer följa det som stadgas i obligationsvillkoren. Samtliga betar sig alltså som att det finns ett rättsligt avtal mellan varandra. Om en sådan tillit inte hade funnits hade det som stadgas i de mellan fordringsägarna relevanta bestämmelser i SSMA-villkoren inte kunnat upprätthållas, då parterna inte känt sig rättsligt bundna av det gentemot varandra. Det faktum att dessa villkor emellertid troligen efterlevs i praktiken i fordringshavarnas mellanhavanden, talar enligt min mening för att ett bolagsavtal ska anses föreligga. Att ett bolagsavtal kan anses uppkomma genom ett sådant konkludent handlande får även stöd av att praxis inte tolkat kravet restriktivt, jfr NJA 1939 s. 434.

Detta sagda kan även analyseras utifrån de tre grundkriterier som Ramberg och Ramberg ställer upp för avtalsbundenhet. Genom att förvärva obligationer bundna av SSMA-villkoren, torde innehavare ge uttryck för en vilja att följa de åtaganden mellan fordringshavare som anges i SSMA-villkoren. Denna vilja framgår till stor del av den ovan nämnda punkt 2.2 i villkoren. Att man har en sådan vilja gestaltas därtill utåt genom att obligationsinnehavarna deltar vid till exempel eventuella fordringshavarmöten, samt att detta agerande med all sannolikhet skapar en tillit hos andra innehavare under samma lån att denna rättsligt åtar sig att följa bestämmelserna. Sammantaget kan slutsatsen dras att ett bolagsavtal föreligger.

---

<sup>270</sup> Observera att det som anges är en huvudregel och att det i punkten stadgas ett antal undantag. Exempel på det senare är att obligationsinnehavarna instruerat agenten att vidta åtgärder på deras vägnar, men att denna av någon anledning misslyckats.

<sup>271</sup> Se punkt 17 i SSMA-villkoren; Andrews (2022), s. 339, 335–336.

<sup>272</sup> Se punkt 17.4.2, 17.4.3 och 17.4.12 i SSMA-villkoren.

Åsikten att ett avtal ska anses föreligga mellan fordringshavarna delas av Andrews.<sup>273</sup> Det ska dock noteras att författaren inte verkar mena att denna avtalsbundenhet uppstår genom ett konkludent handlande, utan i stället genom att SSMA-villkorens utformning i praktiken medför att det är fråga om ett multilateralt avtal mellan gäldenären och samtliga fordringshavare.<sup>274</sup> Denna slutsats drar han bland annat utifrån det faktum att flertal av bestämmelserna riktar in sig på förhållandet mellan fordringsägarna.<sup>275</sup> Detta kan jämföras mot lydelseerna i punkterna 2.1 och 2.2 i SSMA-villkoren som ger sken av att rättsförhållandet enligt villkoren primärt gäller mellan varje enskild obligationsinnehavare och emittenten. Skillnaden mellan Andrews och min uppfattning om hur avtalsbundenhet uppkommer, kan inte bedömas vara av någon större praktisk betydelse då båda perspektiven grundar sig på hur villkoren är beteendestyrande för obligationsinnehavarna. Rättsinstitutet avtal kräver även som ovan redovisat för att man anpassar sig efter rådande samhällsnormer varför Andrews resonemang till stor del har fog för sig.<sup>276</sup> Med det sagt menar jag likväl att ett resonemang utifrån ett konkludent beteende är lämpligast i de situationer där det är möjligt – likt förevarande fall – då det baseras på vedertagna principer om avtalsslut inom praxis och doktrinen.

Utöver ett bolagsavtal krävs även att man kan påvisa att det finns ett gemensamt ändamål. Enligt Andrews kan detta gemensamma syfte hos låneägarna förklaras vara att säkerhetsställa att emittenten kommer betala i enlighet de ursprungliga villkoren. Om detta inte kan uppnås på grund av någon anledning – exempelvis på grund av ekonomiska svårigheter hos gäldenären – kan det i stället beskrivas som att få så stor återbetalning som möjligt givet de nya premisserna.<sup>277</sup> Att det torde finnas en sådan samverkan mellan fordringshavarna kan ses i SSMA-villkoren. Exempel är de ovan nämnda bestämmelserna om röstning i frågor vid fordringshavarmöten och att detta även binder den som motsäger sig beslutet. Det är alltså kollektivet som sådant som fattar ett beslut hur deras intressen ska tillvaratas, snarare än varje enskild fordringsägare separat i förhållande till emittenten. Enligt min uppfattning medför detta gemensamma ekonomiska intresse att rekvisitet på ett gemensamt ändamål är uppfyllt.

Bolagsavtalet som föreligger torde därutöver vara förpliktande för parterna i förevarande situation. Det kan noteras att det är osäkert om villkoren medför ett krav på aktivt handlande hos respektive obligationslåneägare.<sup>278</sup> Som framhållits kan dock detta rekvisit uppfyllas genom att bolagsmännen underkastar sig att inte genomföra ett visst agerande. Ett exempel på detta är ”no direct actions”-klausulen samt att beslut vid fordringshavarmöten även

---

<sup>273</sup> Se Andrews (2022), s. 334, 340–342.

<sup>274</sup> Se Andrews (2022), s. 334, 340–341.

<sup>275</sup> Jfr Andrews (2022), s. 339, 334.

<sup>276</sup> Jfr vad som sagts ovan.

<sup>277</sup> Se Andrews (2022), s. 339; jfr även Andrews (2019), s. 36–38.

<sup>278</sup> Se Andrews (2022), s. 342.

binder de som inte röstat för det. Bedömningen bör även göras i ljuset av att aktivitetskravet i doktrinen inte beskrivs som alltför strikt. Med det i åtanke är det enligt min mening klart att det föreligger en skyldighet för obligationsägarna att verka för det gemensamma ändamålet.

Utifrån en helhetsbedömning av de tre ovan angivna rekvisiten är min åsikt därmed att mellanhavandena mellan obligationsinnehavarna är att ses som ett enkelt bolag. Detta gäller under förutsättning att de enskilda obligationsvillkoren är baserade på SSMA-villkoren. Denna tolkning delas av Andrews.<sup>279</sup>

Den efterföljande frågan är vad detta har för betydelse för bedömningen om det föreligger ett likabehandlingskrav mellan fordringsägarna. Dotevalls uppfattning är att det finns ett sådant krav på likabehandling av samtliga bolagsmän (i denna kontext fordringshavare) inom ramen för ett enkelt bolag. Givet att det inte finns stöd i lag eller parternas bolagsavtal, får en särbehandling sålunda som huvudregel inte förekomma. Ett undantag till detta krav kan dock enligt samma författare vara om åtgärden inte leder till en otillbörlig fördel för en bolagsägare.<sup>280</sup> Även Lindskog behandlar frågan om likabehandling där han skiljer mellan den så kallade likhetsprincipen och det han benämner som ”otillbörlighetsregeln” inom associationsrätten.<sup>281</sup> Den förstnämnda ska enligt Lindskog tillämpas strikt och avser endast strukturella medlemsrättsliga rättigheter och skyldigheter, medan otillbörlighetsregeln har ett vidare omfång och medger vissa undantag.<sup>282</sup> Min bedömning är att denna gränsdragning – likt den ovan beskrivna mellan begreppen aktiers och aktieägars rättigheter – i praktiken är svår att upprätthålla.<sup>283</sup> Den diskuterade distinktionen är vidare inte avgörande för besvarandet av frågeställningen, då båda principerna är gällande för det enkla bolaget.<sup>284</sup> Det kan därför i korthet konstateras att även denna författare är av uppfattningen att det inte går särbehandla bolagsmän utan några begränsningar. Åsikten att det finns ett krav på likabehandling inom det enkla bolaget går likaså att tillskriva Nial, Hemström och Stattin.<sup>285</sup> Då fordringshavarkollektivet är att betrakta som ett enkelt bolag, torde slutsatsen kunna dras att det finns ett krav

---

<sup>279</sup> Se Andrews (2022), s. 346, 342.

<sup>280</sup> Se Dotevall (2015), s. 138, 49–50. Författaren verkar i sin text ålägga en syn att generalklausulerna i aktiebolagslagen utgör associationsrättsliga principer som även äger tillämpning i fråga om associationer som omfattas av lagen om handelsbolag och enkla bolag.

<sup>281</sup> Se Lindskog, s. 250–255.

<sup>282</sup> Se Lindskog, s. 250 (fotnot 850), 252, 254; jfr även Arvidsson (2014), s. 270–272, för en liknande åsikt beträffande de aktiebolagsrättsliga reglerna.

<sup>283</sup> T.ex. Lindskog uppger att undantag från likhetsprincipen skulle kunna tänkas för att uppfylla medlemmarnas samlade intresse och att det i sådana fall blir fråga om ”ett krav på lika behandling [sic!]”, se Lindskog, s. 253. Hur detta förhåller sig till det som beskrivs av samma författare på s. 250 (fotnot 850) är något oklart. Enligt min mening talar detta för att en distinktion mellan likhetsprincipen och likabehandlingsprincipen inte kan göras.

<sup>284</sup> Jfr Lindskog, s. 250, 254. Det bör noteras att principerna diskuteras under kapitlet som berör handelsbolag. Det anges dock att det är allmänna principer inom associationsrätten, varför det som beskrivs torde göra sig gällande även för det enkla bolaget.

<sup>285</sup> Se Nial, Hemström & Stattin, s. 113–114; se även Sandström, s. 46.

på likabehandling även i detta partsförhållande. Det ska alltså inte vara möjligt för en obligationsägare att tillskaffa sig otillbörliga fördelar på en annans bolagsägars bekostnad.

Enligt Andrews är den beskrivna ordningen en nödvändighet för att undvika kringgående av principen om likabehandling mellan emittenten och respektive fordringsägare. Man skulle kunna enligt författaren tänka sig en situation där emittenten överlämnar ett förslag till beslut till fordringshavarmöten som innebär, om det vinner bifall av majoritet, att vissa innehavare i praktiken kommer särbehandlas. I sådana fall har en särbehandling av obligationsinnehavarna formellt sett inte skett av emittenten då denna inte är den som ger upphov till rättshandlingen. I stället är det fordringshavarkollektivet genom att använda sin rösträtt som i praktiken vidtar åtgärden som innebär att vissa innehavare särbehandlas. Detta kan inte vara godtagbart utifrån gällande rätt enligt Andrews, varför det fordras att en likabehandlingsprincip även ska anses finnas mellan obligationsinnehavarna.<sup>286</sup> Jag delar denna uppfattning.

Skäl för att det ska föreligga ett sådant krav följer även av vad som anförs beträffande motsvarande princip i aktiebolagsrätten. Likabehandlingsprincipen där beskrivs ofta i doktrinen vara en förutsättning för en effektiv kapitalmarknad, där ekonomiska värden inte på ett otillbörligt sätt ska kunna förskjutas från en aktieägare till en annan.<sup>287</sup> Reglerna om likabehandling syftar därigenom till att skydda förtroendet för marknaden hos allmänheten.<sup>288</sup> Liknande skäl torde kunna anföras för att motivera varför en likabehandlingsprincip även gör sig gällande mellan fordringshavare på den svenska företagsobligationsmarknaden. Om detta inte hade varit fallet, hade minoriteten behövt underkasta sig majoritetens maktmissbruk så länge det nödvändiga majoritetskravet uppfylldes under omröstningar vid fordringshavarmöten. Majoriteten hade därigenom kunnat agera på ett sådant sätt att de försatte sig i en bättre position inom ramen för obligationslånet på minoritetens bekostnad. Detta hade i förlängningen medfört att den svenska företagsobligationsmarknaden skulle minska i attraktivitet som finansieringsform.<sup>289</sup> Det sagda talar med styrka för att svensk rätt torde medge ett likabehandlingsskydd även mellan fordringsägare när obligationsvillkoren är baserade på SSMA-villkoren.<sup>290</sup>

---

<sup>286</sup> Se Andrews (2022), s. 374 (fotnot 1221); Andrews (2019), s. 32 (fotnot 42).

<sup>287</sup> Se Bergström & Samuelsson, s. 45; Lidman (2021), s. 2.

<sup>288</sup> Se Andreasson & Lidman, s. 81; Lidman (2020), s. 250–252; Stattin, s. 118–119; jfr även 7 kap. 47 § aktiebolagslagen.

<sup>289</sup> Jfr även Andrews (2019), s. 28.

<sup>290</sup> Enligt Andrews mening finns det ett krav på likabehandling mellan fordringsägare även när utförliga obligationsvillkor inte är för handen. Detta rättsliga ansvar uppstår enligt författaren emellertid inte genom att deras mellanhavanden är att ses som ett enkelt bolag, utan på grund av att deras relation är att bedömas som avtalsliknande, se Andrews (2022), s.

## 4.5 Sammanfattande reflektioner avseende i vilka relationer en likabehandlingsprincip är gällande

Av redogörelsen i kapitlet framgår att likabehandlingsprincipen ska följas i samtliga av de behandlade relationerna. Mellan emittent och fordringsägare följer detta krav av 18 kap. 3 § lagen om värdepappersmarknaden samt vad som gäller för likabehandlingsprincipen inom associationsrätten. I relationen mellan obligationslåneagent och obligationsinnehavare föreligger i sin tur ett sådant krav primärt av att det föreskrivs i SSMA-villkoren. Även om en sådan skrivelse inte skulle återfinnas i villkoren i det specifika fallet, torde ett sådant krav i relationen mellan obligationslåneagent och fordringsägare kunna anses utgöra handelsbruk på den svenska företagsobligationsmarknaden.

Ett krav på likabehandling förfaller även finnas fordringsägare emellan. Givet att obligationerna är förenade med villkor som liknar SSMA-villkoren, uppstår det genom obligationsinnehavarnas agerande gentemot varandra en samverkansform som går att beteckna som ett enkelt bolag. Följden av detta är att bolagsmännen (obligationsägarna) har en skyldighet att beakta varandras intressen och inte får agera på ett sådant sätt som innebär att någon otillbörligt särbehandlas. Denna ordning stöds också av det faktum att de skäl som används för att motivera ett likabehandlingskrav inom aktiebolagsrätten även gör sig gällande på den svenska företagsobligationsmarknaden. Detta innebär att det, likt Andrews påpekar, inte är möjligt att kringgå reglerna om likabehandling mellan obligationsägare och emittent.

Det bör dock noteras att det ovan sagda inte varit föremål för prövning i allmän domstol i Sverige.

---

297–303. Jag ställer mig tveksam till att utsträcka ett rättsligt ansvar till en sådan situation. Den bör i stället bedömas som helt utomobligatorisk. I Björkdahls avhandling – som Andrews till stor del verkar bygga sin argumentation på – beskrivs förvisso att man kan tänka sig ett rättsligt ansvar mellan parter som inte direkt står i relation med varandra, men som indirekt påverkas av varandras beteende genom att de delar en gemensam avtalspart, se Björkdahl, s. 380–383; jfr Andrews (2022), s. 299–300. En noterbar sak är dock att Björkdahl främst diskuterar detta rättsliga ansvar utifrån premissen att en av parterna lämnat uppgifter, vilket torde inte kunna vara liktydigt med ett sådant vidsträckt ansvar som Andrews hävdar. Därutöver kan det inte anses vara självklart att en obligationsägare inom ramen för ett obligationslån med kortfattade villkor har en möjlighet att förutse vilka denna har att svara gentemot, något som Björkdahl lyfter fram som ett avgränsningskriterium. Obligationsägarna får inom ramen för ett sådant lån tvärtom som huvudregel anses vara okända i förhållande till varandra, jfr Andreasson & Lidman, s. 75–76. Sålunda torde inget ansvar gentemot varandra föreligga i en sådan situation.

## 5 Avslutning

Trots den påtagliga tillväxten inom företagsobligationsmarknaden i Sverige under det senaste decenniet är det ett begränsat antal författare inom den svenska juridiska litteraturen som utförligt diskuterat dess rättsliga aspekter. I föreliggande uppsats har därmed frågan om förekomsten och tillämpningen av en likabehandlingsprincip på den svenska företagsobligationsmarknaden behandlats. Slutsatsen som dras är att det inom svensk rätt finns ett krav på materiell likabehandling på företagsobligationsmarknaden. Det är värt att notera att detta krav primärt inte härstammar från EU-rätten, utan är något som uppställs på nationell nivå bland annat i ljuset av 18 kap. 3 § lagen om värdepappersmarknaden.

Principen om likabehandling gäller i ett flertal olika kontexter. Det inkluderar dels förhållandet mellan emittenten och obligationsinnehavarna, dels förhållandet mellan obligationslåneagenten och obligationsinnehavarna. Kravet innebär exempelvis att en emittent som huvudregel inte kan särbehandla obligationsägare i händelse av en villkorsändringssituation. Därtill är principen tillämpning obligationsinnehavare emellan när obligationsvillkoren delar signifikanta likheter med de standardvillkor som återfinns i SSMA-villkoren.

Förtroende och likabehandling utgör sammantaget grundläggande komponenter för ekonomisk tillväxt. Framtida studier som fortsätter att fördjupa och klargöra den rättsliga förståelsen av den svenska företagsobligationsmarknaden är därför av vikt för att främja en stark marknadsmiljö där kapital effektivt kan allokeras.

# Källförteckning

## Offentligt tryck

### *Sverige*

#### Utredningsbetänkanden

SOU 1969:13 Förenklad obligationshantering betänkande.

SOU 1978:67 Nya bolagsregler m.m.

SOU 1986:1 Översyn av rättegångsbalken.

SOU 2006:50 En ny lag om värdepappersmarknaden.

SOU 2017:115 Att främja gröna obligationer.

#### Propositioner

Prop. 1944:5 med förslag till lag om aktiebolag, m.m.

Prop. 1979:80:143 med förslag till ny lagstiftning om handelsbolag m.m.

Prop. 2004/05:85 Ny aktiebolagslag.

Prop. 2006/07:115 Ny lag om värdepappersmarknaden.

### *Danmark*

Lovforslag nr. L 155, 2016 Forslag til Lov om kapitalmarkeder.

### *Finland*

RP 11/2015 rd Regeringens proposition till riksdagen med förslag till lag om ändring av värdepappersmarknadslagen och till vissa lagar som har samband med den.

### *Norge*

Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) Om lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) og lov om regulerte markeder (børsloven).

NOU 2006:3 Om markeder for finansielle instrumenter – Gjennomføring av MiFID og transparencydirektivet.

## Litteratur

Andersson, André, Participating debentures – gengångare från historien eller moderna och flexibla investeringsinstrument. I: Gilson, Ronald J – Isaksson, Mats – Lidman, Erik – Munck, Johan – Lidman, Erik – Sjöman, Erik (red.), *Festskrift till Rolf Skog*, Nordstedts Juridik, Stockholm 2022, s. 69–81.



Andersson, Jan – Pehrson, Lars, Likhetsprincipen och generalklausulerna. I: Svernlöv, Carl (red.), *Aktiebolagens minoritetsskydd*, Stockholm Centre for Commercial Law Skriftserie, nr. 7, Iustus Förlag, Uppsala 2008.

Andreasson, Jens – Lidman, Erik, Transparens och likabehandling på företagsobligationsmarknaden, *Nordisk Tidsskrift for Selskabsret*, nr. 2, 2022 s. 70–85.

Andreasson, Jens, En rättslig kartläggning av den svenska företagsobligationsmarknaden. I: Gilson, Ronald J – Isaksson, Mats – Lidman, Erik – Munck, Johan – Lidman, Erik – Sjöman, Erik (red.), *Festskrift till Rolf Skog*, Nordstedts Juridik, Stockholm 2022, s. 99–122.

Andrews, Oskar, *Borgenärskollektiv*, Jure Förlag, Stockholm 2022 (ak.avh.). (cit. Andrews (2022))

Andrews, Oskar, Fordringshavarmötet och minoriteten. I: Gorton, Lars – Heuman, Lars – H. Persson, Annina – Sjöberg, Gustaf (red.), *Festskrift till Göran Millqvist*, Jure Förlag, Stockholm 2019. (cit. Andrews (2019))

Arvidsson, Niklas, Associationsrättens likhets- och likabehandlingsprinciper – en analys i ljuset av NJA 2013 s. 1250, *Juridisk tidskrift vid Stockholms universitet*, nr. 2, 2014–2015 s. 263–275. (cit. Arvidsson (2014))

Arvidsson, Niklas, Bunden och fri utfyllning eller bara avtalstolkning?, *Svensk Juristtidning*, 2023 s. 614–622. (cit. Arvidsson (2023))

Arvidsson, Niklas – Samuelsson, Per, Ett och annat om vinstsyftet, generalklausulen, företagsvärdering och likhetsprincipen, I: Gilson, Ronald J – Isaksson, Mats – Lidman, Erik – Munck, Johan – Lidman, Erik – Sjöman, Erik (red.), *Festskrift till Rolf Skog*, Nordstedts Juridik, Stockholm 2022, s. 123–135.

Bar, Christian von – Clive, Eric, *Principles, definitions and model rules of European private law: draft common frame of reference (DCFR)*, vol. 6, Oxford University Press, Oxford 2010. (cit. DCFR)

Beck, Gunnar, *The legal reasoning of the court of Justice of the EU*, Hart Publishing, Oxford 2012.

Bergström, Clas – Samuelsson, Per, *Aktiebolagets grundproblem*, 6 uppl., Nordstedts Juridik, Stockholm 2021.

Bernitz, Ulf – Bernitz, Hedvig – Carlsson, Mia, Introduktion. I: Bernitz, Ulf – Bernitz, Hedvig – Carlsson, Mia – Heuman, Lars – Leijonhufvud, Madeleine – Magnusson Sjöberg, Cecilia – Seipel, Peter – Warnling Conradson, Wiweka – Vogel, Hans-Heinrich, *Finna rätt*, 16 uppl., Nordstedts Juridik, Stockholm 2023, s. 17–35.

Bernitz, Ulf – Bernitz, Hedvig, Europarätten. I: Bernitz, Ulf – Bernitz, Hedvig – Carlsson, Mia – Heuman, Lars – Leijonhufvud, Madeleine – Magnusson Sjöberg, Cecilia – Seipel, Peter – Warnling Conradson, Wiweka – Vogel, Hans-Heinrich, *Finna rätt*, 16 uppl., Nordstedts Juridik, Stockholm 2023, s. 61–93. (cit Bernitz & Bernitz (2023a))

Bernitz, Ulf – Bernitz, Hedvig, Näringslivets normer. I: Bernitz, Ulf – Bernitz, Hedvig – Carlsson, Mia – Heuman, Lars – Leijonhufvud, Madeleine – Magnusson Sjöberg, Cecilia – Seipel, Peter – Warnling Conradson, Wiweka – Vogel, Hans-Heinrich, *Finna rätt*, 16 uppl., Nordstedts Juridik, Stockholm 2023, s. 190–209. (cit Bernitz & Bernitz (2023b))

Bernitz, Ulf, *Standardavtalsrätt*, 9 uppl., Nordstedts Juridik, Stockholm 2018.

Besher, Alexander, *Aktiebolagets och försäkringsföretagets organisation: särskilt om styrelsens och den verkställande direktörens funktion och ansvar*, Nordstedts Juridik, Stockholm 2022.

Björkdahl, Erika P, *Lojalitet och kontraktliknande förhållanden: En civilrättslig studie av förutsättningarna för ansvar vid förhandlingar eller andra kontakter mellan avtalsmässigt obundna parter*, Iustus Förlag, Uppsala 2007 (ak. avh.).

Carlsson, Mia, Förarbeten. I: Bernitz, Ulf – Bernitz, Hedvig – Carlsson, Mia – Heuman, Lars – Leijonhufvud, Madeleine – Magnusson Sjöberg, Cecilia – Seipel, Peter – Warnling Conradson, Wiweka – Vogel, Hans-Heinrich, *Finna rätt*, 16 uppl., Nordstedts Juridik, Stockholm 2023, s. 125–153. (cit. Carlsson (2023b))

Carlsson, Mia, Författningar. I: Bernitz, Ulf – Bernitz, Hedvig – Carlsson, Mia – Heuman, Lars – Leijonhufvud, Madeleine – Magnusson Sjöberg, Cecilia – Seipel, Peter – Warnling Conradson, Wiweka – Vogel, Hans-Heinrich, *Finna rätt*, 16 uppl., Nordstedts Juridik, Stockholm 2023, s. 95–123. (cit. Carlsson (2023a))

Danelius, Johan, Svensk Juristtidning och nordiskt juridiskt samarbete, *Svensk Juristtidning*, 2016 s. 1–14.

Darmouni, Olivier – Papoutsi, Melina, The rise of bond financing in Europe: Five Facts about New and Small Issuers, *Working papers series - European Central Bank*, nr. 2663, 2022.

Dotevall, Rolf, *Fullmakt och immateriella tjänster*, Nordstedts Juridik, Stockholm 2013. (cit. Dotevall (2013))

Dotevall, Rolf, *Samarbete i bolag*, 3 uppl., Nordstedts Juridik, Stockholm 2015. (cit. Dotevall (2015))

Dryselius, David, Lundaskolan och rättskällorna. *Juridisk tidskrift vid Stockholms universitet*, 2022–23 s. 35–61.

Grundmann, Stefan, *European Company Law: Organization, Finance and Capital Markets*, 2 uppl., Intersentia, Cambridge 2012.

Göthlin, Sara, *Prioritet och avtal, Intercreditoravtal i svensk rätt, särskilt vid insolvens*, Jure Förlag, Stockholm 2023 (ak.avh.).

Heidbrink, Jakob, Speditörpanten – en rättskällerevolution på grundval av skakig argumentation, *Juridisk tidskrift vid Stockholms universitet*, nr. 1, 2022–2023 s. 122–132.

Herring, Richard – Chatusripitak, Nathporn, The Case of the Missing Market: The Bond Market and Why It Matters for Financial Development. Recent Financial Crises: Analysis, Challenges and Implications, *ADB Research Paper Series*, nr. 11, 2022.

Hettne, Jörgen – Otken Eriksson, Ida, *EU-rättslig metod: teori och genomslag i svensk rättstillämpning*, 2 uppl., Nordstedts Juridik, Stockholm 2011.

Heuman, Lars, *Metoder för rättstillämpning och lagtolkning*, Jure Förlag, Stockholm 2018.

- Johansson, Svante, *Svensk associationsrätt i huvuddrag*, 13 uppl., Nordstedts Juridik, Stockholm 2022.
- Kalss, Susanne, *European Capital Market Law. I: Riesenhuber, Karl (red.), European Legal Methodology*, 2 uppl., Intersentia, Cambridge 2021, s. 499–526.
- Kleineman, Jan, *Rättsdogmatisk metod. I: Nävv, Maria – Zamboni, Mauro (red.), Juridisk metodlära*, 2 uppl. Studentlitteratur, Lund 2018, s. 21–46.
- Köndgen, Johannes – Mörsdorf, Oliver, *The sources of European Private Law. I: Riesenhuber, Karl (red.), European Legal Methodology*, 2 uppl., Intersentia, Cambridge 2021, s. 117–156.
- Landeman, Louis – Andrén, David – Hellesnes, Christopher, *Företagsobligationer: från AAA till konkurs*, 2 uppl., Ekerlids Förlag, Stockholm 2021.
- Lando, Ole – Beale, Hugh – Prüm, André Clive, Eric – Zimmerman, Reinhard, *The Principles of European Contract Law prepared by the Commission on European Contract Law Part I-III*, Kluwer Law International, Haag 2016. (cit. PECL)
- Lidman, Erik, *Finns det en värdepappersmarknadsrättslig princip om likabehandling av obligationsinnehavare?*, *Juridisk tidskrift vid Stockholms universitet*, nr. 4, 2022–23 s. 796–809. (cit. Lidman (2023a))
- Lidman, Erik, *Informationsmässig likabehandling enligt aktiebolagslagen*, *Svensk Juristtidning*, 2021 s. 1–17. (cit. Lidman (2021))
- Lidman, Erik, *Kontrolläggande och uppköpsreglering: likabehandling vid offentliga uppköpserbjudanden och effekterna i bolagsstyrningen*, Corporate Governance Forum, Stockholm 2020 (ak.avh.). (cit. Lidman (2020))
- Lidman, Erik, *Utvecklingen på den svenska marknaden för företagsobligationer och eventuella regleringsbehov*, *Nordisk Tidsskrift for Selskabsret*, nr. 1, 2023 s. 15–69. (cit. (Lidman (2023b))
- Lindskog, Stefan, *Lagen om handelsbolag och enkla bolag – En kommentar*, 3 uppl., Nordstedts Juridik, Stockholm 2019.
- Maduro, Louis Miguel, *Interpreting European Law: Judicial Adjudication in a Context of Constitutional Pluralism*, *European Journal of Legal Studies*, vol. 1, nr. 2, 2007 s. 1–21.
- Mishra, P.K. – Mishra, Uma – Mishra, Biswo – Mishra, Pallavi, *Capital Market Efficiency and Economic Growth: The Case of India*, *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, nr. 27, 2010 s. 130–138.
- Moloney, Niamh, *EU securities and financial markets regulation*, 3 uppl., Oxford University Press, Oxford 2014.
- Munukka, Jori, *Kontraktuell lojalitetsplikt*, Jure Förlag, Stockholm 2007, (ak.avh.).
- Nerep, Erik, *Om generalklausulerna och likhetsprincipen i aktiebolagslagen. I: Bernitz, Ulf – Kleineman, Jan – Munukka, Jori – van der Sluijs Jessika (red.), Festskrift till Lars Pehrson*, Jure Förlag, Stockholm 2016, s. 315–329.
- Nial, Håkan – Hemström, Carl – Stattin, Daniel, *Om handelsbolag och enkla bolag*, 5 uppl., Nordstedts Juridik, Stockholm 2022.

Peczenik, Aleksander, *Vad är rätt? Om demokrati, rättssäkerhet, etik och juridisk argumentation*, Nordstedts Juridik, Stockholm 1995.

Pradhan, R.P. – Zaki, D.B. – Maradana, R.P. – Dash, M. – Jayakumar, M. – Chatterjee, D, Bond market development and economic growth: The G-20 experience, *Tékne – Review of Applied Management Studies*, vol. 13, nr. 1, 2015 s. 51–65.

Ramberg, Christina – Ramberg, Jan, *Allmän avtalsrätt*, 12 uppl., Nordstedts Juridik, Stockholm 2022.

Ramberg, Christina, *Prejudikat som rättskälla i förmögenhetsrätten*, Wolters Kluwer, Stockholm 2017.

Riesenhuber, Karl, Interpretation of EU Secondary Law. I: Riesenhuber, Karl (red.), *European Legal Methodology*, 2 uppl., Intersentia, Cambridge 2021, s. 249–282.

Sandström, Torsten, *Handelsbolag och enkla bolag*, 9 uppl., Nordstedts Juridik, Stockholm 2021.

Stattin, Daniel, *Takeover: om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, 3 uppl., Nordstedts Juridik, Stockholm 2021.

Stotz, Rüdiger, The Case Law of the CJEU. I: Riesenhuber, Karl (red.), *European Legal Methodology*, 1 uppl., Intersentia, Cambridge 2017, s. 537–560.

Strömholm, Stig – Lyles, Max – Valguarnera, Filippo, *Rätt, rättskällor och rättstillämpning*, 6 uppl., Nordstedts Juridik, Stockholm 2020.

Veil, Rüdiger, *European Capital Markets Law*, 2 uppl., Hart Publishing, Oxford 2017.

Wachtel, Paul, Growth and Finance: What Do We Know and How Do We Know It?, *International Finance*, vol. 4, nr. 3, 2001 s. 335–362.

Wahlstedt, Greger, Finansiell ekonomi och finansiella instrument. I: Lindholm Mitelman, Sara (red.), *Ledning och kontroll på värdepappersmarknaden*, 3 uppl. Studentlitteratur, Lund 2022, s. 135–220.

Wenne, Daniel, Hinging on trust, *Juridisk Publikation*, nr. 2, 2015 s. 235–253.

Östberg, Jessica, Svensk rättspraxis i associationsrätt 2001–2010, *Svensk Juristtidning*, 2019 s. 1125–1165.

### Internetkällor

Nasdaq Stockholm, *Nordic Main Market Rulebook for Issuers of Shares*, Stockholm 2021, [https://www.nasdaq.com/docs/2021/01/20/Nordic-Main-Market-Rulebook-for-Issuers-of-Shares\\_4-January-2021.pdf](https://www.nasdaq.com/docs/2021/01/20/Nordic-Main-Market-Rulebook-for-Issuers-of-Shares_4-January-2021.pdf), hämtad 2023-10-31.

Nasdaq Stockholm, *Rulebook for Issuers of Fixed Income Instruments*, Stockholm 2022, [https://www.nasdaq.com/docs/2023/04/12/Nasdaq\\_Stockholm\\_Main\\_Market\\_Fixed\\_Income\\_Rulebook%20\\_14\\_October\\_2022.pdf](https://www.nasdaq.com/docs/2023/04/12/Nasdaq_Stockholm_Main_Market_Fixed_Income_Rulebook%20_14_October_2022.pdf), hämtad 2023-10-31. (cit. emittentreglerna)

Nordic Trustee, *Bond Trustee*, <https://nordictrustee.com/service/bond-trustee/>, hämtad 2023-11-01. (cit. Nordic Trustee (2023))

Nordic Trustee, *Nordic Corporate Bond Market Report 2022*, Oslo 2023, [https://25500968.fs1.hubspotusercontent-eu1.net/hubfs/25500968/PDF%20downloads/NordicTrustee\\_CorporateBondMarketReport\\_2022%20NT.pdf](https://25500968.fs1.hubspotusercontent-eu1.net/hubfs/25500968/PDF%20downloads/NordicTrustee_CorporateBondMarketReport_2022%20NT.pdf), hämtad 2023-09-20. (cit. Nordic Trustee (2022))

OECD, *The Swedish Corporate Bond Market and Bondholder Rights*, OECD Publishing, Paris 2022, <https://www.oecd.org/publications/the-swedish-corporate-bond-market-and-bondholder-rights-c443352d-en.htm>, hämtad 2023-09-22.

Sandstedt, Olof, *Vägen till en bättre fungerande företagsobligationsmarknad*, Riksbanksstudie nr. 3 2021, Sveriges Riksbank, Stockholm 2021, <https://www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/riksbanksstudie/svenska/2021/vagen-till-en-battre-fungerande-foretagsobligationsmarknad.pdf>, hämtad 2023-09-20.

Svensk Värdepappersmarknad, *Reglering & självreglering*, <https://svenskvardepappersmarknad.se/regelverk-och-sjalvreglering/foreningens-regelarbete/>, hämtad 2023-11-01. (cit svensk Värdepappersmarknad (2023)).

Svensk Värdepappersmarknad, *Standard Terms and Conditions for Bonds*, version 4.0, Stockholm 2022, <https://svenskvardepappersmarknad.se/wp-content/uploads/2022/04/SSMA-Standard-Terms-and-Conditions-for-Bonds-v.-4.0-April-2022.docx>, hämtad 2023-10-26. (cit. SSMA-villkoren)

Svensk Värdepappersmarknad, *Svensk Värdepappersmarknads rekommendation om transparens på den svenska obligationsmarknaden*, Stockholm 2020, <https://svenskvardepappersmarknad.se/wp-content/uploads/2020/11/SVPM-Rekommendation-om-transparens-p%C3%A5-obligationsmarknaden-nov-2020.pdf>, hämtad 2023-09-20. (cit. Svensk Värdepappersmarknad (2020))

Svensk Värdepappersmarknad, *Uppdatering av Svensk Värdepappersmarknads mallvillkor för företagsobligationer*, Stockholm 2022, <https://svenskvardepappersmarknad.se/wp-content/uploads/2022/04/Foljebrev-uppdatering-mallvillkor-foretagsobligationer-april-2022.pdf>, hämtad 2023-11-01. (cit. svensk Värdepappersmarknad (2022b))

Svensk Värdepappersmarknad, *Uppföljning transparensrapportering och -publicering enligt Svensk Värdepappersmarknads transparensrekommendation*, Stockholm 2022, <https://svenskvardepappersmarknad.se/wp-content/uploads/2022/06/Uppfoljning-SVPM-Transparensrapportering-och-publicering.pdf>, hämtad 2023-09-22. (cit. Svensk Värdepappersmarknad (2022a))

Sveriges Riksbank, *Den svenska finansmarknaden*, Stockholm 2016, [https://www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/den-svenska-finansmarknaden/svenska/2016/rap\\_finansm\\_160831\\_sve.pdf](https://www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/den-svenska-finansmarknaden/svenska/2016/rap_finansm_160831_sve.pdf), hämtad 2023-10-06 (cit. Sveriges Riksbank (2016))

Sveriges Riksbank, *Styrränta, in- och utlåningsränta*, <https://www.riksbank.se/sv/statistik/rantor-och-valutakurser/styrranta-in-och-utlaningsranta/>, hämtad 2023-09-22. (cit. Sveriges Riksbank (2023))

Wollert, Stephan, *Svenska företagsobligationer under coronapandemin*, Staff memo oktober 2020, Sveriges Riksbank, Stockholm 2020, <https://www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/staff-memo/svenska/2020/svenska-foretagsobligationer-under-coronapandemin.pdf>, hämtad 2023-09-20.

# Rättsfallsförteckning

## Högsta domstolen

NJA 1910 s. 344

NJA 1939 s. 434

NJA 1977 s. 393

NJA 1994 s. 194

NJA 1999 s. 629

NJA 2005 s. 385

NJA 2013 s. 1190

NJA 2013 s. 1250

NJA 2014 s. 1006

NJA 2016 s. 1195

NJA 2018 s. 19

NJA 2019 s. 23

NJA 2022 s. 574

## Hovrättsavgöranden

RH 2012:39

## EU-domstolen

Mål 6/62 *van Gend & Loos mot Nederländska skatteförvaltningen*, EU:C:1963:1.

C-283/81 *Srl CILFIT och Lanificio di Gavardo SpA mot Ministero della sanità*, EU:C:1982:335.

C-66/99 *D. Wandel GmbH mot Hauptzollamt Bremen*, EU:C:2001:69.

C-499/04 *Hans Werhof mot Freeway Traffic Systems GmbH & Co. KG*, EU:C:2006:168.

C-158/06 *Stichting ROM-projecten mot Staatssecretaris van Economische Zaken*, EU:C:2007:370.

C-345/06 *Gottfried Heinrich*, EU:C:2009:140.

C-127/07 *Société Arcelor Atlantique et Lorraine m.fl. mot Premier ministre, Ministre de l'Écologie et du Développement durable och Ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie*, ECLI:EU:C:2008:728.

C-465/07 *Meki Elgafaji och Noor Elgafaji mot Staatssecretaris van Justitie*, EU:C:2009:94.

C-101/08 *Audiolux SA e.a mot Groupe Bruxelles Lambert SA (GBL) m.fl. och Bertelsmann AG m.fl.*, EU:C:2009:626. (cit. Audiolux)

C-347/08 *Vorarlberger Gebietskrankenkasse mot WGV-Schwäbische Allgemeine Versicherungs AG*, EU:C:2009:561.

C-647/17 *Skatteverket mot Srf konsulterna AB*, EU:C:2019:195.

C-387/19 *RTS infra BVBA och Aannemingsbedrijf Norré-Behaegel mot Vlaams Gewest*, EU:C:2021:13.

C-473/19 *Föreningen Skydda Skogen m.fl. mot Länsstyrelsen i Västra Götalands län m.fl.*, EU:C:2021:166.