

Fordringshavarmötet och minoriteten

– några spridda tankar om minoritetsskyddet

OSKAR ANDREWS*

1. Inledning

Vid all mänsklig samverkan torde det vara ofrånkomligt att de samverkande vid något tillfälle upptäcker att de sinsemellan kan ha olika intressen i någon fråga. I den mån dessa intressen innefattar en motsättning kommer det inom gruppen av samverkande att uppstå en intressekonflikt. För det fall de samverkande individerna har ett behov av att lösa en dylik konflikt för att samverkan ska kunna fortgå, måste de ha möjlighet att koordinera sig och fatta ett för dem alla bindande beslut genom vilket något av de berörda intressena ges företräde framför de andra. Ett sådant beslutfattande förutsätter i sin tur att de samverkande individerna har tillgång till en fungerande beslutsprocedur. En sådan beslutsprocedur kan utformas på olika sätt.

Ett första alternativ är att någon viss medlem i den aktuella samverkansformen ges rätt att fatta ett även för de övriga medlemmarna bindande beslut. I dylika fall kan beslutsproceduren sägas vara autokratisk till sin karaktär. Ett andra alternativ är att samtliga medlemmar som berörs av beslutfattandet måste samtycka till det aktuella beslutet för att vara bundna av detsamma. Ett tredje alternativ är att en viss majoritet av medlemmarna måste ställa sig bakom ett beslut för att detta ska vara bindande också för övriga personer som är medlemmar i den aktuella samverkansformen. I de två sistnämnda fallen kan beslutsproceduren sägas vara demokratisk till sin karaktär eftersom den har sin grund i olika former av medlemsinflytande över beslutfattandet.¹

Huvudregeln inom obligationsrätten är att alla ändringar av avtal eller ensidiga förbindelser kräver samtycke från samtliga personer som på ett eller annat sätt är parter i avtalsförhållandet eller borgenärer under den

* Doktorand, verksam vid Stockholms universitet.

¹ Jfr Dahl, *Democracy and its critics*, 1989, s. 160 ff., som gör gällande att beslut som fattas inom ramen för en viss samverkansform inte nödvändigtvis måste fattas genom majoritetsbeslut för att den aktuella samverkan ska vara att klassificera som demokratisk, utan så kan vara fallet även om besluten kräver enhällighet eller någon form av kvalificerad majoritet för sin giltighet.

förbindelse som ställts ut. Vad beträffar obligationslån är en konsekvens härav att såväl en obetydlig villkorsändring som en mer omfattande skuldrekonstruktion dels kräver att samtliga obligationsinnehavare kan koordinera sig på gruppnivå, dels enhällighet från alla berörda parter för sitt genomförande.² Något som i sin tur kräver att obligationsinnehavare med olika intressen och riskvilja kan sätta sina respektive egna intressen åt sidan.³ En konsekvens av det nu nämnda är att en enskild obligationsinnehavare lika enkelt kan skjuta den enklaste villkorsändring som den kollektivt sett mest rationella skuldrekonstruktion i sank. Och detta oberoende av att obligationsinnehavaren i fråga kanske är den som innehar den beloppsmässigt minsta fordran och att samtliga övriga obligationsinnehavare är i grunden positiva och önskar genomföra de aktuella ändringarna. En annan aspekt på det sistnämnda är att en dylik minoritetsoptionsinnehavare också kan åka snålskjuts på majoritetsoptionsinnehavarnas bekostnad. Genom att vägra att acceptera en viss villkorsändring, t.ex. en fordringsreduktion, kan nämligen övriga obligationsinnehavare finna sig tvungna att acceptera att den trilskande minoritetsoptionsinnehavaren erhåller full betalning av obligationslånsemittent för sin fordran i syfte att skapa förutsättningar för att den kollektivt bästa lösningen överhuvud ska ha en chans att kunna antas och genomföras.

Det problem som översiktligt beskrivits ovan brukar på engelska benämnas *hold out*-problemet och en motsvarande svensk etikett skulle kunna vara *utpressnings-* eller *minoritetstyranni*problemet. För att komma till rätta med detta problem har det på den svenska obligationsmarknaden⁴ kom-

² Det problem som uppkommer till följd av att borgenärer med en gemensam gäldenär har problem att interagera med varandra och i förlängningen koordinera sig på gruppnivå brukar benämnas koordineringsproblemet. För det fall problemet inte hanteras kan det att få till följd att borgenärerna istället för att agera på sätt som är rationellt för kollektivet i stort ser till sina egna rent egoistiska intressen, vilket riskerar att leda till att ett för borgenärerna *in corpore* sämre ekonomiskt utfall jämfört med om de samarbetar och sinsemellan kom överens om den för kollektivet bästa lösningen. Angående koordineringsproblemet, se t.ex. Bahandari och Weiss, *Bankruptcy as a reflection of the creditors' implicit bargain*, avsnitt i Bahandari och Weiss, *Corporate Bankruptcy: Economic and Legal Perspectives*, 1996, s. 26.

³ Det problem som uppkommer till följd av att borgenärer har olika intressen och riskvilja brukar benämnas aggregeringsproblemet. Angående detta problem, se tex. Garrido, *Out-of-Court Debt Restructuring*, 2012, s. 7 och Gilson, *Managing Default: Some evidence on how firms choose between workouts and chapter 11*, avsnitt i Bahandari och Weiss, *Corporate Bankruptcy: Economic and Legal Perspectives*, 1996, s. 308 (s. 317).

⁴ Räntemarknaden brukar förenklat delas in i en obligationsmarknad och en penningmarknad. På obligationsmarknaden omsätts som namnet antyder obligationer, medan de instrument som handlas på penningmarknaden i regel utgörs av statsskuldväxlar och olika typer av certifikat. Den huvudsakliga skiljelinjen mellan de instrument som handlas på dessa två delmarknader utgörs av instrumentens prismekaniik och löptid. På obligationsmarknaden har nämligen instrumenten vanligtvis räntekupong och en löptid om minst ett år, medan de instrument som handlas på penningmarknaden oftast är emitterade till

mit att utvecklas avtalsbestämmelser som anger att vissa frågor som kan uppkomma med anledning av obligationsinnehavarnas mellanhavande inom ramen för ett obligationslån kan överenskommas av en viss angiven majoritet av dessa. Detta slags bestämmelser brukar benämnas majoritetsbeslutsklausuler, eftersom det följer av klausulerna att vissa frågor där det kan råda intresse motsättningar mellan obligationsinnehavare ska lösas i ett särskilt forum och genom tillämpning av en beslutsprocedur på vilken majoritetsprincipen äger tillämpning.⁵ Spegelbilden av det sistnämnda är att det undantaget sådana beslut som fattas enhälligt kan komma att finnas en minoritet som får se sina intressen stå tillbaka för en majoritets vilja. Denna minoritet kan utgöras av såväl en som flera obligationsinnehavare. Däremot ligger i begreppet minoritet att en minoritetsgrupp vad beträffar medlemsinflytande alltid kommer att vara mindre och svagare än majoritetsgruppen.⁶

underkurs (s.k. diskonteringsinstrument) och har en löptid om maximalt ett år. Angående det nu nämnda, jfr t.ex. Afrell m.fl., Lärobok i Kapitalmarknadsrätt, 1995, s. 72, Barr, Den svenska företagsobligationsmarknaden – en förstudie, 2011 s. 2, Landeman och Bergin, Företagsobligationer – från AAA till konkurs, 2014 s. 36, Ds 2001:38, s. 35 f., Gunnarsdottir och Lindh, Marknader för svenska icke-finansiella företags lånebaserade finansiering, Penning och Valutapolitik 2011:2 s. 27 (s. 29), Hansson, Aktier, Optioner, Obligationer – En introduktion, 11 uppl., 2009, s. 99 och 112 f. samt SOU 2006:50, s. 104. – För icke-finansiella företag som erhåller hela eller delar av sin externa finansiering genom emissioner av företagsobligationer brukar obligationsmarknaden delas in i två delar. Skiljelinjen dras härvid baserat på emittentens kreditvärdighet. Det ena marknadssegmentet omfattar nämligen emittenter med ett kreditbetyg om som sämst BBB- och F3 från Fitch, Baa3 och P-3 från Moody's eller BBB- och A-3 från Standard & Poor's. Denna marknad brukar benämnas för *investmentgrade*-marknaden. Den andra delen av marknaden omfattar emittenter som antingen har ett kreditbetyg som är sämre än något av de ovan nämnda eller helt saknar kreditbetyg. Denna marknad brukar slarvigt benämnas för den högavkastande marknaden eller – på engelska – *high yield*-marknaden. Emellanåt brukar de obligationer som emitteras på denna marknad benämnas för skräpobligationer eller *junk bonds*. Angående det nu nämnda se Barr, a.a., s. 4, Gunnarsdottir och Lindh, a.a., s. 35 (not 29), Johansson, Search for yield – en jakt på avkastning i en lågräntemiljö, Riksbanken, Ekonomiska kommentarer Nr 4, 2013, s. 3 (not 4), Landeman och Bergin, a.a., s. 40 f. och 83 f.

⁵ Angående innebörden av majoritetsprincipen i allmänhet, jfr t.ex. Bull, Om domstolarnas roll i demokratin – fågel, fisk eller mittemellan? – del I, JT 1999–00 s. 794 (s. 795), Held, Demokratimodeller – Från klassisk demokrati till demokratisk autonomi, 2011, s. 411, Peczenik, Vad är rätt, 1995, s. 73 och Petrén, Minoritetsskydd i en modern författning, SvJT 1988 s. 705.

⁶ Majoritetsbeslutsklausuler tillhör gruppen kollektivklausuler. Dessa är av olika slag och har olika funktion, men grovt kan fyra huvudgrupper av klausuler urskiljas. – Den *första huvudgruppen* utgörs av företrädarklausuler av olika slag, vilka som namnet antyder inrättar olika slag av företrädare för ett borgenärskollektiv och som ger dessa företrädare en mer eller mindre långtgående behörighet och befogenhet att företräda och agera på borgenärernas vägnar. Som exempel kan nämnas klausuler som reglerar borgenärskommittéer och obligationslåneagenter inom ramen för ett obligationslån, se t.ex. punkterna 16 och 21 i Fondhandlavillkoren (angående begreppet Fondhandlarvillkoren, se nedan

Användningen av majoritetsbeslutsklausuler för att hantera sådana intressekonflikter som kan uppkomma mellan obligationsinnehavare inom ramen för ett obligationslån är emellertid inte problemfri. För det första innebär klausulerna att avtalsfriheten sätts ur spel för den minoritet som omfattas av klausulerna och som efter en omröstning i någon fråga tvingas underkasta sig majoritetens vilja.⁷ För det andra, och nära kopplat till det nyss nämnda, kan konsekvenserna av en omröstning under en majoritetsbeslutsklausul komma att innebära att den fordringsrätt som en viss obligation manifesterar och som tillkommer den obligationsinnehavare som är ägare av densamma reduceras (t.ex. genom en skuldnedskrivning), omgestaltas (t.ex. genom att en räntekomponent ändras från att förfalla till betalning med visst intervall till att istället kapitaliseras) eller ersätts av något annat (t.ex. genom ett utbyte där ett visst antal obligationer byts mot nya obligationer, aktier eller något slags hybridinstrument).⁸ En tillämpning av en majoritetsbeslutsklausul kan med andra ord komma att innebära ett avtalat ingrep i en enskild obligationsinnehavares äganderätt. Sådana ingrepp i den enskildes rättssfär får inte ske hursomhelst och ställer därför särskilda krav på de beslut som föregår det aktuella rättighetsintränet. För det tredje och slutligen innebär klausulerna en risk för att majoriteten kan komma

i löptexten). – Den *andra huvudgruppen* av kollektivklausuler utgörs av de i löptexten beskrivna majoritetsbeslutsklausulerna. Dessa kan vara av olika slag, men gemensamt för dem är att de avser att hantera intressekonflikter inom ramen för ett visst borgenärskollektiv genom att tillhandahålla kollektivet ifråga ett forum för beslutsfattande samt en beslutsprocedur som bygger på majoritetsprincipen, varigenom en majoritet sålunda kan tvinga en minoritet till underkastelse. Avtalsbaserade majoritetsbeslutsklausuler återfinns t.ex. i punkterna 17.7 och 17.8 i Fondhandlarvillkoren. – Den *tredje huvudgruppen* av kollektivklausuler utgörs av olika slag av uppsägnings- och verkställighetsförbudsklausuler. Dessa syftar till att säkerställa att enskilda borgenärer inte vidtar åtgärder som riskerar att vara värdeförstörande och sålunda i strid med övriga borgenärens intressen. Som exempel kan nämnas punkterna 14 och 24 i Fondhandlarvillkoren som reglerar just uppsägning av ett obligationslån i förtid respektive vem som har rätt respektive inte rätt att vidta verkställighetsåtgärder mot emittenten. – Den *fjärde och sista huvudgruppen* av kollektivklausuler utgörs av bestämmelser som har sin grund i *pari passu*-principen. Dessa bestämmelser brukar emellanåt benämnas likabehandlings- eller *pro rata*-delningsklausuler beroende på klausulens huvudsakliga syfte. De avtalsbestämmelser som är att hänföra till denna grupp är sådana som syftar till att säkerställa att borgenärer med samma rätt till gäldenärens tillgångar har att behandlas lika samt också dela på gäldenärens tillgångar *pro rata* i förhållande till storleken på deras respektive fordringar. Spelbilderna av detta är att dylika borgenärer också har att drabbas av förluster som uppkommer till följd av deras gemensamma gäldenärs tillkortakommanden *pro rata*. Ytterst är det härvid fråga om att enskilda borgenärer inte ska ges möjlighet att agera illojalt och sko sig på övriga borgenärens bekostnad. Som exempel på avtalsreglerade likabehandlings- eller *pro rata*-delningsklausuler kan nämnas punkterna 15 och 17.13 i Fondhandlarvillkoren.

⁷ Hofman, A Legal Analysis of the Eurozone Crises, avsnitt i Beck m.fl., A Debt Restructuring Mechanism for Sovereigns – Do we need a legal procedure?, 2014, s. 63.

⁸ Jfr Billyou, Corporate Mortgage Bonds and Majority Clauses, 57 Yale Law Journal, 1948, s. 595 (s. 604 f.).

att missbruka sin makt på minoritetens bekostnad.⁹ Det sistnämnda är inte unikt för sådant majoritetsbeslutsfattande som sker med anledning av obligationsinnehavares mellanhavanden inom ramen för ett obligationslån, utan risken för majoritetsmissbruk gör sig gällande i alla sammanhang där en majoritet kan tvinga en minoritet till underkastelse.¹⁰

Denna artikel syftar till att på ett övergripande plan, och sålunda utan anspråk på fullständighet, diskutera vissa aspekter av det rättsliga skydd som tillkommer eller som enligt den utfyllande rätten på området kan antas tillkomma enskilda obligationsinnehavare respektive olika minoritetsgrupper av obligationsinnehavare som innehar sådana obligationer som regleras av Svenska Fondhandlarföreningens mallvillkor för företagsobligationer som emitteras i det s.k. *high yield*-segmentet av obligationsmarknaden ("Fondhandlarvillkoren").¹¹ Att diskussionen tar sitt avstamp i Fondhandlarvillkoren beror på att nämnda villkor erhållit ett gott mottagande på den svenska företagsobligationsmarknaden och att villkoren med vissa variationer kommit att reglera ett förhållandevis stort antal av de obligationsemissioner som genomförts på den svenska obligationsmarknaden sedan de togs i bruk.¹² För att ge läsaren en allmän bakgrund till ämnet

⁹ Jfr t.ex. Buchheit och Gulati, *Sovereign Bonds and the Collective Will*, Volume 51, Issue 4, *Emory Law Journal*, 2002, s. 1317 (s. 1336), Billyou, a.a., s. 602 f. samt McClelland och Fisher, *The Law of Corporate Mortgage Bond Issuer – In Conjunction With a Typical Indenture of Mortgage and Deed of Trust Securing Bonds*, 1937, s. 825.

¹⁰ Jfr Frändberg, *From Rechtsstaat to Universal Law State*, s. 46, samt Peczenik, a.a., s. 73 f.

¹¹ Vad beträffar Fondhandlarvillkoren finns dessa tillgängliga via <http://www.fondhandlarna.se/regler-mm/obligationsvillkor/aktuell/>. Fondhandlarvillkoren har arbetats fram av en arbetsgrupp inom Svenska Fondhandlarföreningen som bestått av företrädare för i stort sett samtliga större arrangörer av obligationslån på den svenska räntemarknaden. Därtill har villkoren varit föremål för ett remissförfarande där skuldinvestorer, emittenter, konförare, obligationslåneagenter och jurister regelmässigt verksamma på räntemarknaden getts tillfälle att tycka till och kommentera på desamma.

¹² Den första versionen av Fondhandlarvillkoren fastställdes av föreningens kreditobligationsgrupp den 29 maj 2013. Villkoren har härefter uppdaterats och den andra versionen fastställdes och togs i bruk den 23 september 2015. Det är också denna version som ligger till grund för den diskussion som förs i denna artikel. – Även om villkoren erhållit ett gott mottagande på obligationsmarknaden får det anses som tveksamt om Fondhandlarvillkoren kan anses ha nått sådan stadga och utbredning på obligationsmarknaden att de kan anses utgöra handelsbruk. Detta särskilt som huvudregeln i svensk rätt alltså torde vara att även vitt spridda standardavtal inte anses utgöra handelsbruk (se Bernitz, *Standardavtalsrätt*, 8 uppl., 2013, s. 60 f.). Till detta kommer (i) att villkoren endast varit i bruk under en förhållandevis kort period, (ii) att ett flertal av villkoren erbjuder ett antal valmöjligheter/varianter för de parter som önskar använda sig av desamma samt (iii) att obligationsinnehavare kan vara såväl professionella som icke-professionella och att de kan höra till olika branscher och ha olika erfarenhet och vana av obligationslånevillkor. Det nu nämnda är sådana omständigheter som med inte obetydlig styrka talar mot förekomsten av ett handelsbruk (jfr Salsic, *Kreditderivat*, 2006, s. 153 ff.). Till detta kommer att räntemarknaden är internationell till sin karaktär, vilket gör det ännu svårare att påvisa ett handelsbruk. Med detta sagt måste dock beaktas att även om Fondhandlarvillkoren

inleds artikeln med några övergripande anmärkningar gällande vissa av de värderingar som bär upp minoritetsskyddsreglerna.

2. Något om motiven bakom minoritetsskyddet

2.1 Inledning

Höök och Lundin har i en artikel om det kommunala minoritetsskyddet beskrivit minoritetsskyddet som en samlingsbeteckning för sådana normer som på ett eller annat sätt ger ett fåtal möjlighet att påverka, utöva inflytande över eller kontrollera majoritetsbesluts tillkomst och verkningar.¹³ Beskrivningen är träffande också i en privaträttslig kontext. Det är även Höök och Lundins beskrivning av motiven bakom minoritetsskyddet, vilken utgår från att skyddet bärs upp av ett principiellt respektive funktionellt motiv.¹⁴ Den fortsatta diskussionen i detta avsnitt kommer att ta sitt avstamp i Höök och Lundins syn på minoritetsskyddet, men i någon mån försöka fördjupa vissa av de tankegångar som de lyfter fram i sin ovan nämnda artikel samt också mer specifikt knyta deras tankegångar till den samverkan som sker mellan obligationsinnehavare i en obligationslånekontext.

2.2 Det principiella motivet

Det principiella motivet har att göra med medlemsrepresentativitet- och legitimitet. Utmärkande för såväl en välfungerande stat som en privaträttslig samverkansform är nämligen att de element som utgör grunden för dess

inte utgör handelsbruk, så skulle villkoren i enlighet med HD:s resonemang i NJA 1998 s. 448 och NJA 1999 s. 629 kunna anses ge uttryck för allmänna rättsprinciper och sålunda användas för utfyllning i oreglerade fall. För egen del anser jag det dock tveksamt att härleda allmänna rättsprinciper om t.ex. fordringshavarmöten och minoritetsrättigheter ur Fondhandlarvillkoren på motsvarande sätt som HD härledde allmänna principer om avbrottsförsäkring ut försäkringsvillkoren. Förekomsten av dylika rättsprinciper bör som jag ser det hellre härledas ur de lagstadganden som reglerar medlemsstämmor i olika lagreglerade privat- och offentligrättsliga samverkansformer. Och då kanske särskilt de förstnämnda regelverken, vilka är de som kan antas ha utgjort förebilden för Fondhandlarvillkorens bestämmelser gällande obligationsinnehavarsamverkan och minoritetsskydd. Men i den mån även dessa regelverk tiger still eller av någon anledning avviker i betydande omfattning från den oreglerade situation som söker sin lösning, bör rättstillämparen vara fri att beakta Fondhandlarvillkoren för att finna en lämplig och välbalanserad lösning i det oreglerade fallet.

¹³ Höök och Lundin, Något om det kommunala minoritetsskyddet, JT 1997–98 s. 685.

¹⁴ Höök och Lundin, a.a., s. 687.

organisationsstruktur, styrelseform och verksamhet åtnjuter en hög grad av acceptans (dvs. legitimitet) hos den aktuella samverkansformens medlemmar.¹⁵ Till dessa element hänförs vanligen de normer som är bestämmande för samverkansformens verksamhet, dess institutioner samt de beslut som fattas inom ramen för samverkan.¹⁶ När samverkansformen i fråga är nationalstaten är ett inte sällan förekommande samlingsbegrepp för dessa element "rättsordningen".¹⁷ För de privaträttsliga samverkansformer som verkar på mikroplanet och sålunda under nationalstatens vingar, skulle ett motsvarande samlingsbegrepp kunna vara *organisationsordningen*.¹⁸ I den juridiska litteraturen har angetts att den rätt som på makroplanet konstituerar *rättsordningen* är legitim om den har sin grund i sådana värden som kännetecknar rättsstaten respektive demokratin.¹⁹ I avsaknad av överenskommelser som ger tydligt uttryck för något annat får motsvarande i princip anses gälla för den rätt som på mikroplanet konstituerar organisationsordningen.²⁰

¹⁵ Jfr Peczenik, a.a., s. 47 f.

¹⁶ Jfr Peczenik, a.a., s. 47 f.

¹⁷ Jfr Peczenik, a.a., s. 47 f. – Begreppet "rättsordningen" har definierats på olika sätt av olika författare. Som exempel kan nämnas att Frändberg har beskrivit rättsordningen som en abstrakt figur. Denna figur har enligt Frändberg skapats av människan och hämtar sitt innehåll från den kultur i vilken de människor som omfattas av rättsordningen i fråga verkar snarare än från eventuella egenskaper som skulle kunna tänkas vara inneboende i människans natur. Något som innebär att en rättsordning kan vara såväl etisk som grovt oetisk. Frändberg preciserar sin tankegång genom att vidare ange att rättsordningen konstitueras av mellanmänskliga strukturer/band där det som binder samman de människor som tillhör/verkar under samma rättsordning är normativa idéer och att skiljelinjen mellan olika rättsordningar följer språket. Frändberg anger även att rättsordningen är ett instrument för att uppnå målsättningar som är hänförliga till andra områden än rätten. Angående det nu nämnda, se Frändberg, a.a., s. 9. – Hellner, Rättsteori – En introduktion, 2 uppl., 2015, s. 10, använder i och för sig inte begreppet rättsordningen utan "rättssystemet" (någon skillnad i sak torde dock inte vara avsedd), vilket han definierar som ett system av regler som står i sammanhang med varandra. – Strömholm har valt att definiera rättsordningen som ett tvådelat system bestående dels av en "systemteoretiskt" gripbar struktur och en av juristerna för praktiska syften enligt flera olika principer ordnad författnings- och normmassa", dels "en teknik" för att finna en lösning på de oreglerade fallen, se Strömholm, Rätt, rättskällor och rättstillämpning – En lärobok i allmän rättslära, 5 uppl., 1996, s. 305.

¹⁸ Skillnaden mellan rättsordningen och ett fristående regelsystem såsom t.ex. stadgarna för något slag av association är inte skarp, en viktig skillnad är dock att det senare systemet är underordnat rättsordningen. Angående det nu nämnda jfr t.ex. Hellner, a.a., s. 14 f. och Kristjansson, The Plateau of Legality, i Scandinavian Studies of Law, Volume 62, s. 15 (s. 28 ff. och s. 34)

¹⁹ Jfr Peczenik, a.a., s. 50 och Strömholm, a.a., s. 296.

²⁰ Detta i vart fall för sådana samverkansformer som bygger på en demokratisk och rättsstatlig värdegrund. Som redan angetts ovan behöver emellertid inte privaträttsliga samverkansformer ha sin grund i de värden som kännetecknar demokratin och rättsstaten, utan dessa kan som ovan angetts lika gärna bygga på en auktoritär värdegrund. Samtliga svenska privaträttsliga samverkansformer som är reglerade i lag bygger emellertid på

För att inte rätts- eller organisationsordningens legitimitet ska urholkas över tid krävs att minoriteten erbjuds möjlighet att påverka och i någon mån utöva inflytande över majoritetens maktutövning. Vidare krävs att de normer som konstituerar den aktuella samverkansformens rätts- eller organisationsordning faktiskt efterlevs samt att denna normefterlevnad kan göras till föremål för kontroll.²¹ Det nu nämnda inkluderar sådana normer som tillkommer genom majoritetsbeslut. Det är nämligen varken acceptabelt i en nationalstat eller en privaträttslig samverkansform som styrs i enlighet med de principer som ligger till grund för demokratin respektive rättsstaten att en minoritet utlämnas till majoritetens godtycke.²² Det som ytterst eftersträvas är ordning, förutsebarhet och trygghet, vilket med ett samlingsbegrepp brukar benämnas rättssäkerhet.²³

Rättssäkerheten tar emellertid inte endast sikte på procedurdelen av maktutövningen. Rättssäkerhetens formella sida kompletteras nämligen också av en materiell sådan, vilken tar sikte på innehållet i de beslut som fattas inom ramen för den aktuella samverkan. Det sistnämnda innebär att innehållet i de beslut som fattas med stöd av de normer som konstituerar den aktuella rätts- eller organisationsordningen måste vara etiskt godtagbart.²⁴ På det makroplan som utgörs av rättsordningen anses så vara

en konstruktion som har sin grund i traditionellt demokratiska och rättsstatliga värden såsom t.ex. medlemsinflytande, förutsebarhet, likabehandling, majoritetsbeslutsfattande och möjlighet till domstolsöverprövning av fattade beslut, jfr t.ex. 7 kap. ABL och 7 kap. FL. Detsamma gäller för såväl det lagstadgade ackordsborgenärssammanträdet (se 3 kap. FrekL och 12 kap. KL) som de avtalsbaserade fordringshavarmöten som är föremål för studium i denna artikel, dvs. sådana som har sin grund i Fondhandlarvillkoren. Den stora skillnaden mellan den medlemsdemokrati som utövas inom ramen för t.ex. en demokratiskt styrd nationalstat och den medlemsdemokrati som utövas inom ramen för t.ex. bolagsstämman i ett aktiebolag, ett ackordsborgenärssammanträde enligt FrekL eller ett fordringshavarmöte enligt Fondhandlarvillkoren, är att medlemsinflytandet inom ramen för den förstnämnda samverkansformen som huvudregel följer person såtillvida att varje enskild medborgare äger lika stort formellt inflytande medan medlemsinflytandet i de sistnämnda samverkansformerna som huvudregel följer kapitalinsats respektive fordringsbelopp såtillvida att varje aktie- respektive fordringsrätt av samma slag/storlek äger lika stort formellt inflytande.

²¹ Jfr Peczenik, s. 48 f., s. 55 och s. 85.

²² Jfr t.ex. Frändberg, a.a., s. 48 f., Hirschfeldt, Krisen för den demokratiska rättsstaten, SvJT 2018 s. 76 (s. 78), Höök och Lundin, a.a., s. 687, Lindskog, Oskälighetsbegreppet i 36 § avtalslagen – synpunkter på en doktorsavhandling, *Insolvensrättslig tidskrift*, 2018:3, s. 70 (s. 71), Peczenik, a.a., s. 74, Petré, Minoritetsskydd i en modern författning, SvJT 1988 s. 705 (s. 706) och Taxell, Rätt och demokrati, 1976, s. 94 ff. Jfr även Nial, Minoritetsskydd i aktiebolag, SvJT 1941 s. 702 som med avseende på aktiebolaget anger att "[d]å den makt som i enlighet med aktiebolagets hela struktur principiellt måste tillkomma majoriteten lätt kan missbrukas, och efter erfarenhetens vittnesbörd också ej sällan missbrukas, är minoritetsskyddsproblemet inom aktiebolagsväsendet oundvikligt."

²³ Taxell, a.a., s. 11.

²⁴ Jfr Peczenik, s. 60 f., s. 88 och s. 94 och Ross, Hvad er demokrati, artikel i *antologin Nordisk Demokrati*, 1949, s. 200 f. samt densamme i *Varför demokrati*, 1967, s. 129. I sistnämnda

fallet när rätten tillerkänner den enskilde ett antal grundläggande fri- och rättigheter och dessa respekteras i samband med beslutsfattandet.²⁵ Det är nämligen först när så är fallet som rättsstats- respektive demokratiidealen är för handen också i materiell mening. Det brukar då sägas att det föreligger just materiell rättssäkerhet.²⁶ Överfört på det mikroplan som utgörs av organisationsordningen skulle motsvarande kunna sägas vara fallet när det relevanta normsystemet innehåller ett grundläggande materiellt minoritetsskydd. Gemensamt för makro- respektive mikronivån är att det i båda fallen är fråga om dels ett rättsligt skydd för vissa grundläggande värden av relevans för medlemmarnas mellanhavanden inom ramen för den aktuella samverkansformen, dels att de rättigheter som ger detta skydd ett innehåll anses väga tyngre än såväl majoritetens preferenser som intresset av beslutseffektivitet. Minoritetsskyddet fungerar sålunda som en gränslinje som majoriteten har att iaktta och förhålla sig till i samband med sin maktutövning. Härigenom säkerställs att de medlemmar i en samverkansform som utgör minoriteten i någon fråga inte endast är representerad i den formella delen av beslutsfattandet, utan också i det materiella beslutsinnehållet. Något som i slutändan ökar beslutens legitimitet.²⁷ Minoritetsskyddet kan mot denna bakgrund sålunda sägas vila på en principiell grund såtillvida att det är en inneboende del i sådana styrelseformer som har sin grund i de demokratiska och rättsstatliga idéerna.²⁸

2.2 Det funktionella motivet

Det funktionella motivet bakom minoritetsskyddet är hänförligt till samverkansformen snarare än dess medlemmar. Ett fungerande minoritetsskydd har nämligen ett värde inte endast för en viss samverkansforms

skrift anger Ross bl.a. att demokratiska jämlikhetsidén har såväl en formell som materiell sida. Den formella sidan innebär enligt Ross endast att regler ska följas, medan den materiella innebär att de regler som följs också måste harmonisera med vissa värderingar. Det sistnämnda medför enligt Ross att det närmare innehållet i jämlikhetsprincipen kan vara lika varierande som de värderingar som skänker principen dess innehåll. – Jfr även Strömholm, a.a., s. 300, och vad denne anger om att en rättsordning som inte uppfyller vissa grundläggande etiska krav riskerar att förlora i legitimitet och därmed också i effektivitet.

²⁵ Hirschfeldt, a.a., s. 78, Peczenik, a.a., s. 60 och s. 83 f., Petrn, a.a., s. 707 och Ross, *Hvad er demokrati*, s. 200 f.

²⁶ Peczenik, a.a., s. 60, s. 63, s. 74 f., s. 83, s. 94, s. 95.

²⁷ Jfr Höök och Lundin, a.a., s. 687 och vad de anger om att minoritetsskyddet ytterst är en fråga om just representativitet och legitimitet samt Peczenik, a.a., s. 49, och vad denne anger om att legitimiteten ofta bygger på rättssäkerheten. Jfr även Ross, *Hvad er demokrati*, s. 200 f.

²⁸ Jfr Höök och Lundin, a.a., s. 687, Nial, *Minoritetsskydd i aktiebolag*, SvJT 1941 s. 702, Nial och Hemström, *Om handelsbolag och enkla bolag*, 4 uppl., 2008, s. 128, Peczenik, a.a., s. 84 samt Petrn, s. 706.

medlemmar, utan också för en samverkansform som sådan. Minoritetskyddet har mot denna bakgrund beskrivits som funktionsorienterat.²⁹ Som exempel kan nämnas sådana privaträttsliga samverkansformer som har en i grunden demokratisk styrelseform samt ägnar sig åt ekonomisk verksamhet och som bygger på kapitalinsatser från samverkansformens medlemmar. Dyliga samverkansformer är betjänta av ett förhållandevis långtgående minoritetsskydd.³⁰ Skälet till det är att majoritetsmissbruket i dyliga samverkansformer är förhållandevis vanligt förekommande och inte sällan syftar till att berika majoriteten på samverkansformens och därmed indirekt minoritetens bekostnad.³¹ Om inte detta motarbetades skulle det innebära att investerare i förlängningen skulle dra sig för att göra de investeringar som ett medlemskap i samverkansformen förutsätter.³² Något som i sin tur skulle innebära att investeringsobjektet och därmed också den samverkansform som investeringsobjektet förutsätter skulle förlora i attraktivitet med följd att investeringar skulle utebli, vilket i förlängningen skulle hota såväl investeringsobjekt som samverkansformens överlevnad.³³ Mot bakgrund härav har det inom associationsrätten utformats minoritetsskyddsregler där det direkta skyddsobjektet är samverkansformen snarare än de medlemmar som utgör minoriteten.³⁴ Skyddet för de sistnämnda

²⁹ Höök och Lundin, a.a., s. 687 f. Se även Ds 2015:25, s. 38 och Skog, Om betydelsen av vinstsyftet i aktiebolagslagen, SvJT 2015 s. 11 (s. 13).

³⁰ Jfr Höök och Lundin, a.a., s. 687 samt Nial, Minoritetsskydd i aktiebolag, SvJT 1941 s. 702.

³¹ Jfr Bergström och Samuelson, Aktiebolagets grundproblem, 5 uppl., 2015, s. 19 f., s. 131 och s. 133 f., Höök och Lundin, a.a., s. 687 f. samt Nial, Minoritetsskydd i aktiebolag, SvJT 1941 s. 702.

³² Jfr Bergström och Samuelsson, a.a., s. 131, s. 142 och s. 170 f., Höök och Lundin, a.a., s. 687, Nial, Minoritetsskydd i aktiebolag, SvJT 1941 s. 702 och Östberg, Om aktieägares lojalitetsplikt, SvJT 2018 s. 265 (s. 287).

³³ Jfr Ds 2015:25, s. 38, Skog, Om betydelsen av vinstsyftet i aktiebolagslagen, SvJT 2015 s. 11 (s. 13) och Östberg, a.a., s. 287.

³⁴ Se t.ex. 9 kap. 9 § ABL respektive 8 kap. 9–10 §§ FL gällande tillsättande av minoritets- och medrevisor och 10 kap. 21 § ABL respektive 9 kap. 1 och 3 §§ FL gällande särskild granskare. Ett annat exempel är 29 kap. 7 § ABL respektive 21 kap. 6 § FL gällande en minoritets möjligheter att väcka talan om skadestånd till bolaget/föreningen. Vid sidan av dessa bestämmelser bör även likabehandlingsprincipen uppmärksammas i detta sammanhang. Principen kommer till uttryck i t.ex. 7 kap. 47 § ABL och 6 kap. 38 § FL och anger att bolags- respektive föreningsstämman inte får fatta ett beslut som är ägnat att ge en otillbörlig fördel åt en aktieägare/medlem eller någon annan till nackdel för bolaget/föreningen eller någon annan aktieägare/medlem. Genom dessa två principer skyddas alltså inte endast ägarna utan även bolaget respektive föreningen mot majoritetsmissbruk. En annan bestämmelse som förtjänar att uppmärksammas i denna kontext är 3 kap. 3 § ABL och det vinstsyfte som nämnda bestämmelse ger uttryck för. Bestämmelsen ger uttryck för en grundläggande regel som bl.a. innebär att aktieägare, styrelse och verkställande direktör har att respektera vinstsyftet i samband med det beslutsfattande och den verksamhet som utövas inom ramen för respektive organ (se t.ex. Rodhe, Medbestämmandelagen och aktiebolagslagen, SvJT 1977 s. 295 (s. 297), Skog, a.a., s. 13, och Östberg,

är i dessa fall endast indirekt. Ytterst fungerar de funktionsorienterade minoritetsskyddsreglerna härvid som en garant för samverkansformens överlevnad.³⁵ Minoritetsskyddsregler av nu aktuellt slag kan också sägas ha en samhällsekonomisk funktion genom att de i förlängningen främjar ekonomisk verksamhet samt kapitalanskaffning och investeringar.³⁶

2.3 Äger motiven bakom minoritetsskyddet relevans i en obligationslånekontext?

Såväl det principiella som det funktionsorienterade respektive samhälls-ekonomiska argumentet är av relevans med avseende på obligationsinnehavarnas samverkan inom ramen för ett sådant obligationslån som regleras av Fondhandlarvillkoren.

Det principiella argumentet äger relevans eftersom det av Fondhandlarvillkoren följer att en beslutsprocedur som är baserad på bl.a. medlemsinflytande, förutsebarhet, likabehandling och majoritetsprincipen ska användas för att avgöra de intressekonflikter som kommer i ljuset och måste få sin lösning i samband med obligationsinnehavarnas mellanhavanden under ett obligationslån som regleras av nu nämnda villkor. Det är med andra ord fråga om att tillämpa en beslutsprocedur som har sina rötter i de demokratiska och rättsstatliga värderingarna.³⁷ Att avtalsförfattarna valt

a.a., s. 286). Något som i sin tur innebär att en aktieägarminoritet härigenom erhåller ett indirekt skydd mot bolagsskadliga handlingar från en aktieägarmajoritets sida.

³⁵ Jfr Höök och Lundin, a.a., s. 687 f.

³⁶ Jfr t.ex. Ds 2015:25, s. 38, Bergström och Samuelsson, a.a., s. 142, Skog, a.a., s. 13 f. och Östberg, a.a., s. 282.

³⁷ Jfr Dahl, Demokrati som procedur, artikel intagen i antologin *Idéer om demokrati*, volym 5 i *Tidens Idéserie*, 1994, s. 33 ff., Finch och Milman, *Corporate Insolvency Law – Perspectives and Principles*, 3 uppl., 2017, s. 41 ff., Peczenik, a.a., s. 64, Ross, *Hvad er demokrati*, s. 201 f. och densamme i *Varför demokrati*, s. 136 f., Taxell, a.a., s. 119, s. 258, s. 441 och s. 531 samt Tomasic, *Creditor participation in insolvency proceedings*, *Asian Insolvency Systems: Closing the Implementation Gap*, OECD Publishing, s. 209 (s. 210), och vad de nu angivna författarna anger om att även de beslutsordningar som tillämpas av olika slag av privat samverkansformer kan ha sin grund i de demokratiska och rättsstatliga värderingarna. Notera dock Peczeniks och Taxells ovilja att använda begreppet demokrati i samband med majoritetsbeslutsfattande i privaträttsliga organisationer. För egen del har jag svårt att se något problem med att låta demokratibegreppet komma till användning i samband med analyser av sådant beslutsfattande som sker inom ramen för andra samverkansformer än stater. Som Dahl påtalat (se hänvisning ovan) är ju de principer som samverkan är uppbyggd kring i allt väsentligt desamma i båda fallen och det förefaller då onödigt omständligt att ”uppfinna” ett nytt begrepp endast för den privaträttsliga samverkan. Däremot måste det givetvis beaktas att en privaträttslig organisation på samma sätt som en stat kan vara att anse som demokratisk i endast inskränkt bemärkelse, t.ex. genom att det i organisationens stadgar återfinns normer som sanktionerar en lägre grad av demokrati i något avseende.

att konstruera en beslutsprocedur som har sin grund i dessa värderingar är naturligt eftersom värderingarna i fråga är generella i den bemärkelsen att de äger relevans vid all form av samverkan som har sin grund i en demokratisk präglad maktutövning och där de samverkande strävar efter att deras beslutsprocess ska vara så rättssäker som möjligt. Därtill åtnjuter värderingarna en hög grad av inneboende legitimitet i ett demokratiskt samhälle som bekänner sig till de rättsstatliga principerna.³⁸ I ett dylikt samhälle genomsyrar också de demokratiska och rättsstatliga värderingarna rätten i stort, vilket givetvis även innefattar sådana lag- och avtalsreglerade privaträttsliga samverkansformer som tillämpar majoritetsprincipen i samband med kollektivt beslutsfattande.³⁹ De demokratiska och rättsstatliga värderingarna utgör mot bakgrund härav också de värderingar i vilka det är naturligt att söka ledning när representativitets- och legitimitetsfrågor i oreglerade fall ska få sin lösning.⁴⁰

Vad beträffar det funktions- och samhällsekonomiskt orienterade argumentet är ett fungerande minoritetsskydd nödvändigt för att obligationslånet som kapitalanskaffningsform ska uppfattas som ett fortsatt attraktivt investeringsobjekt på kapitalmarknaden för skuldfinansiering.

³⁸ Jfr Finch och Milman, a.a., s. 45.

³⁹ Ross, *Hvad er demokrati*, s. 201 f. och densamme i *Varför demokrati*, s. 136 f., anger att de demokratiska idéer som ligger till grund för ett demokratiskt statsskick smittar av sig på andra samverkansformer. Som exempel nämner Ross att rent demokratiska institutioner återfinns i bl.a. aktiebolag och de flesta föreningar. Ross anger vidare att det är möjligt att tala om lika många slag av institutionell demokrati som det finns organisationsformer bestämda av sitt föremål. Den skepsis som Taxell och Peczenik ger uttryck för mot att låta demokratibegreppet komma till användning även för sistnämnda slag av institutionell demokrati (aktiebolagsdemokrati och föreningsdemokrati) synes inte delas av Ross. – Jfr även Taxell, a.a., s. 105 och 118 ff., som anger att demokratins värden ”smittar av sig” på områden utanför det område som direkt berör statsskicket. Taxell benämner detta för ”demokratins följdverkningar”. Taxell gör i linje härmed även gällande att den politiska demokrati som ligger till grund för ett demokratiskt statsskick har betydande likheter med den organisationsdemokrati som ligger till grund för sådana organisationer där medlemmarna tillerkänts en rätt att delta i beslutsprocessen. Något som enligt Taxell innebär att det är möjligt att låta de demokratiska värderingarna få genomslag även när frågor som gäller sistnämnda samverkansform ska avgöras. Som påpekats ovan är emellertid Taxell noga med att lyfta fram den skillnad som föreligger mellan samhällsstyrning och organisationsstyrning och det förhållandet att demokratimodellen skapats med avseende på förstnämnda styrelseform. Användningen av demokratimodellen och de värderingar som denna är konstruerad kring på organisationer och andra liknande samverkansformer måste enligt Taxell sålunda alltid föregås av en lämplighetsbedömning.

⁴⁰ Jfr Lehrberg, *Avtalsrättens grundelement*, 2 uppl., 2006, s. 45 f., s. 52 f. och s. 55 och dennes resonemang om värderingars betydelse i oreglerade fall.

3. Den enskilde obligationsinnehavarens minoritetsskydd

3.1 Inledning

På samma sätt som för andra samverkansformer med en styrelseform som har sina rötter i de demokratiska och rättsstatliga idéerna finns det inom ramen för sådan samverkan som sker i enlighet med Fondhandlarvillkoren gränser för hur långt enskilda obligationsinnehavare måste underordna sig ett majoritetsbeslut. Klart är nämligen att majoritetsprincipen inte kan få gälla samtliga frågor som kan uppkomma under ett obligationslåneförhållande. Frågan är då vilket skydd Fondhandlarvillkoren tillerkänner den enskilde obligationsinnehavaren mot olika former av majoritetsförtryck. Grovt förenklat torde det vara möjligt att dela in den enskilde obligationsinnehavarens försvarsmur i materiella, procedurella och beslutsöverprövande minoritetsskyddsregler.

3.2 Materiella minoritetsskyddsregler

På den svenska kapitalmarknaden för skuldfinansiering råder i allt väsentligt enighet om att de enskilda obligationsinnehavarna måste få ha en sfär inom ramen för obligationslånet inom vilken de är herrar över sitt eget öde och inte ska kunna påtvingas en majoritetsvilja. Den enskilde obligationsinnehavaren ska t.ex. inte behöva riskera att vara bunden av beslut som tillkommit genom något slag av brottsligt förfarande eller som innebär att ett brott kommer att begås för det fall beslutet verkställs.⁴¹ Inte heller ska enskilda obligationsinnehavare riskera att drabbas av beslut som strider mot tro och heder eller annars är att anse som oskäligen och sålunda kan angripas med stöd av 33 § eller 36 § AvtL eller allmänna principer om missbruk av rättighet, chikan eller *pactum turpe*. Till detta kommer att obligationsinnehavare inte ska riskera att drabbas av beslut som kommit till eller som till sitt innehåll innebär ett förfarande i strid med den likhets-/likabehandlingsprincip som är normerande för rättsförhållandet mellan obligationsinnehavarna

⁴¹ Ett bolagsstämmobeslut som konstituerar brott eller som syftar till att åstadkomma en handling som är brottslig är alltid ogiltigt, jfr t.ex. prop. 1975:103, s. 412, SOU 1971:15, s. 246 och Johansson, Bolagsstämma, s. 96. Det finns ingen anledning att anta att inte de principer som i nu aktuellt avseende gäller för beslutsfattande vid en bolagsstämma inte också skulle äga tillämpning i samband med beslutsfattande vid ett fordringshavarmöte enligt Fondhandlarvillkoren. Det kan för övrigt noteras att obligationslåneagenten inte är skyldig att sammankalla ett fordringshavarmöte för det fall det beslut som önskas inte är förenligt med tillämpliga lagar, se punkten 17.3 (ii) i Fondhandlarvillkoren.

såvitt avser de rättigheter som är knutna till deras respektive obligationer.⁴² Denna princip innebär att alla obligationsinnehavare är inbördes likställda och att alla fordringsrätter samt andra rättigheter som är kopplade till de enskilda fordringsrätterna under det aktuella lånet har lika rätt. Detta är i

⁴² Angående förekomsten av en likhets-/likabehandlingsprincip, jfr 18 kap. 3 § VPML (som enligt sin ordalydelse förvisso endast gäller i relationen emittent – obligationsinnehavare), SOU 1969:13, s. 64 (och vad som där anges om att det knappast kan anses tillåtligt för en låntagare att beträffande lånevillkor i allmänhet för ett obligationslån med vissa men inte alla långivarna avtala om ändringar i de ursprungliga villkoren), Lindskog, Betalning – Om kongruent infriande av penningkulder och andra betalningsrättsliga frågor, 2014, s. 201 och s. 646 samt Munch-Petersen, Konkursurrogater – En rettsammenlignende undersøgelse, 1932, s. 279. Den sistnämnde anger för övrigt i sin bok om konkursurrogat att likhets-/likabehandlingsprincipen är den förutsättning som alla kollektivarrangemang är baserade på. – I tillägg till de källor som angetts tidigare i denna not bör även PECL, artiklarna 10:202 och 10:204, samt DCFR III. 4.204 uppmärksammas. Även dessa instrument ger stöd för förekomsten av en likhets-/likabehandlingsprincip som i avsaknad av överenskomelser som anger annorlunda är normerande för borgenärernas mellanhavanden i olika slag av borgenärskollektiv på privaträttsens område. – Att likhets-/likabehandlingsprincipen gäller även i relationen obligationsinnehavare- obligationsinnehavare och inte endast i relationen emittent-obligationsinnehavare följer också av behovet av villkorskoherens. För om inte nu nämnda princip gällde även i relationen mellan obligationsinnehavarna skulle emittenten i teorin kunna lägga fram ett beslutsförslag vid ett fordringshavarmöte som om det antas skulle innebära att obligationsinnehavarna kommer att behandlas olika i något avseende. Emittenten har ju i ett dylikt scenario behandlat samtliga obligationsinnehavare lika såtillvida att de får ta ställning till samt utöva sin rösträtt med avseende på samma beslutsförslag, medan obligationsinnehavarna själva står för den rättshandling som ger upphov till den faktiska särbehandlingen för det fall beslutsförslaget vinner bifall. Och eftersom det knappast kan antas att gällande rätt tillåter en dylik ordning, ligger det nära till hands att anta att likhets-/likabehandlingsprincipen gäller även mellan obligationsinnehavarna. Slutsatsen gör sig än mer gällande mot bakgrund av att den aktör – obligationslåneagenten – som i regel har att verkställa de beslut som obligationslåneinnehavarna fattar vid ett fordringshavarmöte dels är underkastad en skyldighet att agera på ett sätt som är bäst för obligationsinnehavarna som *grupp* (se punkten 21.2.2 i Fondhandlarvillkoren), dels är skyldig att behandla obligationsinnehavarna *lika* (se punkten 21.2.4 i Fondhandlarvillkoren). För att agenten ska kunna fullgöra nu nämnda uppgifter på avsett sätt ligger det nära till hands att anta att utformningen av agentens uppdrag bygger på ett grundantagande om att en likhets-/likabehandlingsprincipen även måste gälla i relationen obligationsinnehavare-obligationsinnehavare. Som jämförelse till det nu nämnda kan nämnas att såväl bolagsstämma som styrelse och verkställande direktör är underkastad en likhets-/likabehandlingsprincip, se 4 kap. 1 §, 7 kap. 47 § och 8 kap. 41 § ABL, vilket sålunda innebär att samtliga led i beslutskedjan träffas av likhets-/likabehandlingsprincipen. Något som är logiskt för att säkerställa att systemet inte haltar i någon del. – Det enda tänkbara undantaget från likhets-/likabehandlingsprincipen i en obligationslånekontext torde som sagt vara om det redan i de obligationslånevillkor som gäller i samband med att de obligationer som konstituerar obligationslånet emitteras på kapitalmarknaden explicit anges att det genom majoritetsbeslut är möjligt att avvika från likhetsprincipen och således behandla obligationsinnehavare som innehar obligationer på samma villkor olika när det gäller de rättigheter som är knutna till desamma.

linje med vad som gäller generellt inom såväl aktiebolags-⁴³, förenings-⁴⁴, handelsbolags-⁴⁵, fondförvaltnings-⁴⁶, som insolvensrätten.⁴⁷ Sist men inte minst får inte heller beslut fattas i strid med villkoren för det aktuella obligationslånet. Det sistnämnda innebär dock inte att det inte skulle vara möjligt att ändra obligationslånevillkoren, utan endast att sådana ändringar inte får komma till i strid med de vid beslutstidpunkten gällande villkoren.

Majoritetsbeslut som är förenliga med det beslutsmandat som följer av villkoren är som huvudregel bindande. Dylika beslut tvingar nämligen ingen obligationsinnehavare att underkasta sig något som obligationsinnehavaren i fråga inte samtyckt till på förhand. Härigenom säkerställs också att de enskilda obligationsinnehavarna på förhand och i samband med förvärvet av sina respektive obligationer har möjlighet att förutse i vilka avseenden som de kan komma att tvingas underkasta sig majoritetens vilja. Det nu nämnda ska emellertid inte förstås som så att beslut som fattas i enlighet med ett beslutsmandat som kommer till klart och tydligt uttryck i villkoren för någon viss obligationslåneemission alltid är rättsligt godtagbara. Även beslut som är förenliga med beslutsmandatet i obligationslånevillkoren kan nämligen under vissa förhållanden vara att anse som ogiltiga. Huruvida så är fallet är att bedöma i enlighet med de allmänna ogiltighetsreglerna i 3 kap. AvtL samt allmänna principer om missbruk av rättighet, chikan, kollusion och *pactum turpe*. Och för det fall beslutet i fråga träffas av någon av de nu nämnda ogiltighetsgrunderna är det givetvis inte heller etiskt godtagbart på sätt som den materiella rättssäkerheten kräver.

För sådana beslut som däremot fattats i strid med det beslutsmandat som följer av avtalsvillkoren så kan dessa förvisso ha ett innehåll och syfte som är etiskt godtagbart; däremot kan ett dylikt beslut i avsaknad av rati-

⁴³ Se 4 kap. 1 § respektive 7 kap. 47 § ABL.

⁴⁴ Se 7 kap. 38 § FL.

⁴⁵ Se t.ex. 2 kap. 8 och 20 §§ BL.

⁴⁶ Se 16 kap. 1 § 1 st. FFFS 2013:9.

⁴⁷ Vad beträffar den insolvensrättsliga lagstiftningen så är de regler som ger uttryck för en likhets- eller likabehandlingsprincip flera till antalet, varför det här endast kan bli fråga om att peka på några enstaka exempel. Ett sådant är emellertid att FrekL respektive KL bygger på principen att en fordrad krona motsvarar en röst när borgenärerna har att rösta om ett ackordsförslag, se 3 kap. 4 § FrekL och 12 kap. 15 § KL. Ett annat exempel är att ett av rätten fastställt tvångsackord är bindande för alla ackordsborgenärer, kända såväl som okända, se 3 kap. 8 § FrekL respektive 12 kap. 21 § KL. Ett tredje exempel är att ett ackord inte får fastställas om det finns skäligen anledning att anta att en gäldenären i hemlighet har gynnat någon borgenär för att inverka på den aktuella ackordsfrågan eller att något annat svek har ägt rum under en ackordsförhandling, se 3 kap. 25 § 1 st. p. 3 FrekL respektive 12 kap. 19 § 1 st. p. 3 KL. Att lagstiftaren ansett att likhetsprincipen är av grundläggande betydelse för ackordsförfarandet framgår dessutom av att denne valt att straffbelägga sådana förfaranden där borgenär betingat sig någon särskild förmån från gäldenären för sin röst vid ackordsborgenärssammanträdet, se 4 kap. 13 § FrekL respektive 17 kap. 5 § KL.

habering i efterhand aldrig vara rättsligt bindande. Skälet till det är att den för bundenheten nödvändiga viljeförklaringen från obligationsinnehavarnas sida saknas. För beslut som fattas inom ramen för en styrelseform som har sina rötter i demokratins respektive rättsstatens idéer brister dylika beslut även i det krav på förutsebarhet som uppställs av dessa idéinriktningar. Och är så fallet är det heller inte möjligt att karaktärisera beslutsordningen som rättssäker.⁴⁸

En av flera viktiga parametrar att förhålla sig till vid en bedömning av om ett visst beslut faller inom eller utom det beslutsmandat som följer av Fondhandlarvillkoren, är att partsviljan regelmässigt är av underordnad betydelse när dessa villkor är föremål för tolkning. Skälet till det är att Fondhandlarvillkoren förenklat kan beskrivas som ett standardiserat multipartsavtal.⁴⁹ Villkoren är nämligen utformade för att reglera mellanhavandena mellan ett stort antal olika parter med anledning av det aktuella obligationslånet. Som exempel kan nämnas att villkoren reglerar bl.a. relationen emittent-obligationsinnehavare,⁵⁰ obligationsinnehavare-obligationsinnehavare,⁵¹ obligationslåneagent-obligationsinnehavare⁵², obligationslåneagent-emittent,⁵³ samt *issuing and paying-agent-emittent*⁵⁴. Till detta kommer att parterna på obligationsinnehavarsidan i regel är flera redan vid den initiala obligationslåneemissionen och att avsikten är att partsväxlingar inom obligationsinnehavargruppen ska vara möjlig under det aktuella obligationslånets löptid. Däremot är det endast sällan som obligationsinnehavarna varit med och detaljförhandlat de villkor som reglerar obligationslånen, utan i regel är det endast den s.k. arrangörsbanken och emittenten som deltagit i utarbetandet av desamma.⁵⁵ Och vad beträffar de

⁴⁸ Jfr Peczenik, a.a., s. 89 f.

⁴⁹ Ang. tolkning av avtal som omfattar ett stort antal parter, se NJA 2015 s. 741 (särskilt punkterna 9–11). HD anger där att tolkningen av dylika avtal normalt måste ske utifrån objektiva kriterier snarare än subjektiva sådana p.g.a. problemen med att fastställa en gemensam partsavsikt. Vid den objektiva tolkningen måste enligt HD också särskild hänsyn tas till dels avtalets särart i och med att det rör sig om ett avtal med många parter, dels att tolkningen ska utfalla så att det för samtliga parter leder till ett rimligt resultat.

⁵⁰ Se t.ex. punkterna 1–14 i Fondhandlarvillkoren.

⁵¹ Se t.ex. punkterna 15–18 i Fondhandlarvillkoren.

⁵² Se t.ex. punkten 21 i Fondhandlarvillkoren.

⁵³ Se t.ex. punkterna 14.1 och 20.1 i Fondhandlarvillkoren.

⁵⁴ Se t.ex. punkten 22 i Fondhandlarvillkoren.

⁵⁵ Jfr Bonthron, Utvecklingen på den svenska marknaden för företagsobligationer, Riksbanken, Ekonomiska kommentarer Nr 7, 2014 s. 1, Gullifer and Payne, Corporate Finance Law – Principles and Policy, 2 uppl., 2015, s. 372 ff., Landeman och Bergin, a.a., s. 42 och Wood, International Loans, Bonds, Guarantees, Legal Opinions, 2 uppl., 2007, s. 203. – På den svenska obligationsmarknaden för högavkastande obligationer sker förvisso regelmässigt en s.k. *pre-sounding* med vissa större obligationslåneinvestorer innan den faktiska obligationslåneemissionen. Det material som dessa investorer tillställs och erbjuds möjlighet att komma med synpunkter på utgörs oftast av ett utkast till en investerarpresentation

särskilda bestämmelser som reglerar obligationsinnehavarnas majoritetsbeslutsfattande så är dessa i hög grad standardiserade. De enda bestämmelser som gäller fördringshavarmötet specifikt och som skiljer sig mellan olika emissioner, är normalt de majoritetströsklar som ska äga tillämpning i samband med omröstningar samt innehållet i den beslutskompetensbestämelse som reglerar de frågor som anses äga större betydelse och som därför också anses fordra en särskilt kvalificerad majoritet.⁵⁶ Den höga graden av standardisering är naturlig mot bakgrund av att Fondhandlarvillkoren har sin grund i en fristående branschorganisations ansträngningar att skapa en klar, precis och allmänt accepterad avtalstext i nu aktuella avseenden.

Det nu nämnda ger sålunda vid handen att Fondhandlarvillkorens ordalydelse samt syftet bakom och de värderingar som ligger till grund för obligationsinnehavarnas samverkan är av särskild relevans när det i ett oklart fall ska avgöras om ett visst beslut faller innanför eller utanför det beslutsmandat som följer av villkoren i fråga.⁵⁷ I linje med vad som angetts ovan kan det härvid antas att det huvudsakliga syftet med obligationsinnehavarnas samverkan är att på ett för obligationsinnehavarna acceptabelt och rättssäkert sätt hantera den koordinerings-, aggregerings- och minoritetsförtrycksproblematik som översiktligt beskrivits ovan. Detta innebär i sin tur att syftet bakom majoritetsbesluts- och fördringshavarmötesklausuler (och för den delen även andra typer av kollektivklausuler) är att söka och finna i obligationsinnehavarnas snarare än i emittentens situation och då särskilt i den gemensamma samt begränsade resurspool som de delar.⁵⁸ Det övergripande syftet skulle sålunda kunna vara att formulera som så att dessa klausuler syftar till att skapa förutsättningar för en beslutsför obligationsinnehavarsorganisation i vilken dels de enskilda obligationsinnehavarnas preferenser kan komma till uttryck och sammanvägas på ett demokratiskt och rättssäkert sätt, dels de enskilda obligationsinnehavarnas obligationslånefordringar skyddas mot värdeförstörande åtgärder från andra obligationslåneinnehavare under samma obligationslån.⁵⁹ Och eftersom

respektive ett s.k. *term sheet* innehållande de huvudsakliga kommersiella villkoren för obligationslånet.

⁵⁶ Se punkterna 17.7 i Fondhandlarvillkoren gällande såväl de föreslagna valalternativen vad beträffar nivån på den förhöjda majoritetströskeln som valalternativen vad beträffar de ärenden/frågor som ska anses vara av sådan natur att de fordrar kvalificerad majoritet.

⁵⁷ Jfr Lindskog, Efterställda fordringar, JT 2003–04, s. 114 (s. 117), och dennes diskussion om syftets betydelse vid tolkningen av ett villkor i ett mezzaninlån.

⁵⁸ Att syftet bakom kollektivklausuler är att söka och finna i obligationsinnehavarnas snarare än emittentens situation framgår även av det förhållandet att en emittent och personer som är emittenten närstående och som innehar fordringar på emittenten (t.ex. sådana som manifesteras av obligationer) i regel inte har rätt att rösta vid ett fördringshavarmöte, se t.ex. definitionen av Adjusted Nominal Amount i kombination med punkten 17 i Fondhandlarvillkoren.

⁵⁹ Jfr Buchheit och Gulati, a.a., s. 1335 f. Buchheit och Gulati anger särskilt att syftet med en *majoritetsbeslutsklausul* i ett obligationslån dels är att skydda obligationsinnehavarna

de fordringsrätter som är aktuella vid de fordringshavarmöten som är föremål för analys i denna artikel utgörs av belopps- och tidsbestämda penningfordringar kopplade till en räntekomponent (och de enskilda obligationslåneinnehavarnas maximala ekonomiska utfall därmed är på förhand bestämt), innebär det sistnämnda att i avsaknad av villkor som anger annorlunda så är syftet med obligationsinnehavarnas samverkan inom ramen för ett obligationslån att skapa en ordning som bevarar de enskilda obligationernas värde samt – i den mån detta inte är möjligt – säkerställer att eventuella fordringsförluster under de enskilda obligationerna begränsas till ett minimum.⁶⁰

Till skillnad från det vinstsyfte som kännetecknar aktiebolaget kan alltså obligationsinnehavarnas samverkan i nu aktuella fall sägas kännetecknas av ett avtalat förlustbegränsningssyfte. Något som är naturligt eftersom skuld- till skillnad från aktieinvestering som huvudregel inte har möjlighet att ensidigt vidta åtgärder som ökar värdet på det instrument som denne investerat i, t.ex. genom att byta ut styrelse, ändra verksamhetsföremål eller liknande. Det är också detta som kan antas vara anledningen till att skuld- till skillnad från aktieinvestering sällan uppträder aktivistiskt i förhållande till emittenten av ett visst värdepapper.⁶¹ Tvärtom förvärvar skuldinveste-

som grupp mot förluster som de skulle kunna åsamkas för det fall en enskild obligationsinnehavare gavs frihet att vidta åtgärder för att göra sig betald ur emittentens tillgångar, dels är att skydda obligationsinnehavarna *och* emittenten mot åtgärder från enskilda obligationsinnehavare som syftar till att utpressa fram fördelar för obligationsinnehavarna i fråga i utbyte mot att de åtar sig att godkänna en rekonstruktionsplan eller liknande i en rekonstruktionssituation.

⁶⁰ Notera att det är förluster under obligationerna, dvs. skuldinstrumenten, som ska begränsas och inte förluster för de enskilda obligationsinnehavarna. Oftast går dock dessa två hand i hand, men så behöver inte vara fallet. Ett exempel på det sistnämnda är om en obligationsinnehavare även är stor aktieägare eller leverantör till emittenten. Denne kan då vara villig att acceptera en större skuldnedskrivning än vad som är nödvändig eftersom den aktuella obligationsinnehavaren tar igen denna förlust på annat håll, t.ex. i form av ett ökat värde på aktierna eller genom fortsatta leveranser till emittenten. Ett annat exempel är en obligationsinnehavare som säkrat sin kreditrisk gentemot emittenten genom en s.k. *credit default swap*, en kreditförsäkring eller något annat liknande instrument eller arrangemang. En dylik obligationsinnehavare kan nämligen ha ett intresse av att sätta emittenten i konkurs för att därigenom erhålla full betalning från motparten under sitt kreditderivat, etc.

⁶¹ Det bör dock noteras att det – om än alltjämt ovanligt i Sverige – finns aktivistiska skuldinvesteringar. Dessa aktivister kan ha olika agendor. Vissa kan t.ex. spekulera i emittentens finansiella olycka på derivatmarknaden. Dessa aktivister förvärvar sina obligationer utslutande i syfte att tvinga fram ett villkorsbrott av något slag från emittentens sida, vilket i sin tur ger investeraren rätt till betalning under en *credit default swap* eller något annat liknande kreditsäkerhetsarrangemang som ingåtts med anledning av obligationsförvärvet. Angående det nu nämnda, se t.ex. Feltman m.fl., *The Rise of the Net-Short Debt Activist*, publicerad den 7 augusti 2018 på Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation. Det finns emellertid också aktivister med mera "hedervärda" syften. Som exempel kan nämnas sådana som investerar i finansiellt ansträngda bolag

raren normalt sina obligationer i förhoppningen att denne ska kunna luta sig tillbaka under obligationernas löptid i förlitan på att emittenten fullgör sina förpliktelser under desamma utan inblandning från investerarens sida.⁶² Och i den mån skuldinvesteraren faktiskt måste engagera sig så är det som huvudregel fråga om att vidta åtgärder för att rädda vad som räddas kan av investeringen snarare än att öka värdet på densamma.⁶³

Förekomsten av ett förlustbegränsningssyfte är betydelsefullt eftersom det innebär att obligationsinnehavarkollektivet, och därmed indirekt de enskilda obligationsinnehavarna, har att respektera detta för samverkan övergripande syfte. Något som i sin tur innebär att obligationsinnehavarkollektivet, och därmed indirekt de enskilda obligationsinnehavarna, också är skyldiga att iakttä förlustbegränsningssyftet i samband med beslutsfattande vid fordringshavarmöten med risk för att de beslut som fattas annars inte är bindande p.g.a. kompetensöverskridande. De enskilda obligationsinnehavarnas rätt att rösta efter eget huvud och utan hänsyn till andra intressen än det egna är härigenom föremål för en betydande inskränkning. Något som kan sägas vara följdriktigt eftersom majoritetsbeslutsfattande på ett övergripande plan kan sägas syfta bl.a. till att finna en lösning på intressekonflikter som främjar det kollektiv som är föremål för beslutsfattandets verkningar snarare än de enskilda individer som ingår i kollektivet i fråga.⁶⁴ Den förpliktelse som förlustbegränsningssyftet ger uttryck för

genom att förvärva antingen aktier, obligationer, hybridinstrument eller en kombination därav i syfte att erhålla kontroll över bolaget i fråga och genom operationella och finansiella åtgärder av olika slag få skutan att vända med följd att värdet på investeringen ökar (se t.ex. Whitman och Diz, *Distress Investing – Principles and Technique*, 2009, för en bra och pedagogisk redogörelse för detta slags investeringar).

⁶² Se t.ex. Feltman m.fl., *The Rise of the Net-Short Debt Activist*, publicerad den 7 augusti 2018 på Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation.

⁶³ Jfr dock vad som angavs i fotnot 61 om s.k. aktivistiska skuldinvestereare.

⁶⁴ Detta argument är utilitaristiskt färgat eftersom det tar sikte på obligationsinnehavarkollektivets samlade nytta och därtill anger att den måttstock mot vilken denna nytta mäts följer storleken på eventuella fordringsförluster under de obligationer som tillsammans konstituerar obligationslånet. Argumentet är för övrigt i linje med vad som anförts ovan om det aktiebolagsrättsliga vinstsyftet och bolagstämman, och därmed indirekt de enskilda aktieägarnas, skyldighet att iakttä detta syfte i samband med dess beslutsfattande verksamhet. Det nu nämnda utilitaristiska argumentet är emellertid inte okontroversiellt ur ett demokratiteoretiskt perspektiv. Ett annat demokratiargument gör nämligen gällande att målet för demokratin är individrelativt. Enligt detta synsätt skulle det demokratiska beslutsfattandet motiveras med dess förmåga att maximera enskilda individers intressen. Angående huvuddragen i det nu nämnda, se Hermansson, *Introduktion, introduktionsartikel i antologin Idéer om demokrati*, volym 5 i *Tidens Idéserie*, 1994, s. 71 (s. 82 ff. och s. 84). – Visst stöd för det utilitaristiska synsättet i en fordringshavarmötes kontext är att finna i 3 kap. 25 § 1 st. p. 4 och 2 st. FrekL och 12 kap. 19 § 1 st. p. 4 respektive 2 st. p. 2 KL och vad som där anges om rättens möjligheter att underlåta att fastställa ett vid ett ackordsborgenärssammanträde antaget offentligt ackord om detta är skadligt för borgenärerna. Lagstadgandena ger uttryck för ett rekvisit som kan sägas syfta till

adresserar med andra ord frågor om riskexponering, riskprevention och riskfördelning i relationen majoritet-minoritet.

Det nu nämnda är också naturligt mot bakgrund av att den som erbjuds att tillsammans med andra investera i en viss rörelse och där investeringens maximala avkastning är på förhand bestämd, är i behov av något slags skydd mot åtgärder som kan komma att minska värdet på investeringen i fråga. I ett bilateralt låneförhållande med endast en långivare och en låntagare kommer detta skydd att utgöras av olika slag av s.k. informations- och disponeringsbegränsande kovenanter som låntagaren har att iaktta i sin verksamhet under det aktuella låneförhållandets löptid. I ett multilateralt låneförhållande med flera långivare och där långivarna genom majoritetsbeslut dessutom kan genomdriva åtgärder som kan påverka investeringens värde, kommer långivarna att behöva komplettera det nyss nämnda skyddet med ett skydd som syftar till att hantera investeringsskadliga åtgärder från en eller flera av de övriga långivarnas sida. Ett förlustbegränsningssyfte erbjuder ett sådant skydd. Skulle ett dylikt skydd däremot saknas kan det antas att potentiella skuldinvesterare skulle kräva en så stor avkastning (riskpremie) på sin investering att potentiella låntagares möjligheter att erhålla lånefinansiering skulle försämrats i inte obetydlig omfattning. Det nu nämnda knyter med andra ord an till det under avsnitt 2 ovan redovisade funktionella motivet bakom minoritetsskyddet.⁶⁵

Förekomsten av ett förlustbegränsningssyfte låter sig emellertid inte med enkelhet förenas med Fondhandlarvillkoren. Skälet till det är att den inskränkning som förlustbegränsningssyftet innebär för obligationsinnehavarna inte kommer till uttryck i de faktiska villkoren. Detta är en viktig skillnad mot vad som gäller för t.ex. det lagstadgade vinstsyfte som gäller för aktiebolag och som aktieägarna har att iaktta i sin maktutövning vid bl.a. bolagsstämman. Frågan är då var den förpliktelse som förlustbegränsningssyftet ger uttryck för är att återfinna. Två alternativ är tänkbara.

Det första alternativet bygger vidare på vad som redovisats ovan om beslutskompetensklausulernas objektiva syfte, dvs. att skapa en ordning som bevarar de enskilda obligationernas värde samt – i den mån detta inte är möjligt – säkerställer att eventuella fordringsförluster minimeras. Förlustbegränsningssyftet ger också Fondhandlarvillkoren i allmänhet och

att säkerställa att borgenärsdemokratin inte kan sätta majoritetens egenintressen före kollektivets intressen i samband med omröstningar om offentliga ackord. Nu nämnda lagstadganden gäller förvisso endast offentliga ackord, men som Arnesdotter (jfr Om konvertibla skuldebrev och kvittning vid ackord, JT 1994–95 s. 8 (s. 9)) och Lindskog (jfr Betalning – Om kongruent infriande av penningskulder och andra betalningsrättsliga frågor, 2014, s. 644) angett ligger det nära till hands att anta att bestämmelserna – i avsaknad av överenskommelser som anger annorlunda – äger relevans även när frågor inom ramen för underhandsackord är föremål för bedömning.

⁶⁵ Jfr Skog, a.a., s. 13, och hur motsvarande funktionsargument gör sig gällande i aktiebolagsrätten.

den däri överenskomna beslutsordningen i synnerhet en rationell och anständig innebörd. Som redan antytts ovan skulle en ordning där det saknas en koppling mellan obligationsinnehavarnas beslutskompetens och ett förlustbegränsningssyfte riskera att lämna dörren öppen för olika typer av majoritetsmissbruk. Mot bakgrund härav ligger det nära till hands att dra slutsatsen att det objektiva syftet även kan antas överensstämma med vad som kan antas ha varit de enskilda obligationsinnehavarnas respektive subjektiva syfte med att i obligationslånekontexten acceptera att underkasta sig en ordning som bygger på majoritetsbeslutsfattande. Den förpliktelse som förlustbegränsningssyftet ger uttryck för skulle i så fall vara att finna i en fingerad partsvilja som får rättsverkan i form av ett underförstått avtalsvillkor. Det skulle sålunda vara fråga om ett självständigt beslutskompetensvillkor som i den interna normhierarkin är överordnat samt ramar in övriga beslutskompetensvillkor i Fondhandlarvillkoren.

Det andra alternativet tar sitt avstamp i de allmänna rättsprincipernas mylla, och då närmast i en eventuell oskriven lojalitetsplikt med nu angivet innehåll och som de enskilda obligationsinnehavarna har att iaktta inom ramen för sin samverkan under ett obligationslån som styrs av Fondhandlarvillkoren. I avsaknad av rättspraxis är det omöjligt att veta säkert hur det förhåller sig i nu aktuellt avseende, men det finns ett antal förhållanden som talar för förekomsten av en plikt av nu aktuellt slag. Det första förhållandet att ta fasta på är att det kan antas föreligga ett avtalsrättsligt eller i vart fall avtalsliknande rättsförhållande mellan obligationsinnehavarna i ett obligationslån.⁶⁶ Till detta kommer att obligationsinnehavarnas mel-

⁶⁶ Vad som anges i löptexten är inte okontroversiellt. Förekomsten av ett avtal eller ett avtalsliknande förhållande mellan obligationsborgenärerna i ett obligationslån rimmar nämligen illa med det faktum att de obligationer som regleras av Fondhandlarvillkoren utgör *ensidiga skuldförbindelser* enligt 1 kap. 3 § LKF. Det går dock inte att bortse från att Fondhandlarvillkoren tillhandahåller en förhållandevis utvecklad samverkansform och i linje härmed innehåller ett stort antal bestämmelser som reglerar hur obligationsinnehavarna ska förhålla sig till varandra samt i förhållande till emittenten i olika avseenden. Fyra exempel på sådana bestämmelser är (i) den s.k. vattenfallsbestämmelsen i punkten 14 och vad som däri anges om betalningsordningen för medel som erhållits i samband med en uppsägning av obligationslånet i förtid respektive till följd av en pantrealisation, (ii) bestämmelsen om tillsättande av en borgenärskommitté och denna kommittés uppgifter i punkten 15, (iii) bestämmelserna om fordringshavarmöten i punkterna 17–19 (varvid särskilt punkten 17.14 förtjänar att uppmärksammas) samt (iv) *No action*-bestämmelsen i punkten 24 i Fondhandlarvillkoren. Ytterligare exempel finns. Eftersom de nu uppräknade bestämmelserna inte kan anses utgöra några suspensiva villkor (för i så fall föreligger ingen betalningsförpliktelse vilket rimmar illa med att en obligation är bärare av en penningfordring. Ang. suspensiva villkor, jfr Lindskog, Kvittning – Om avräkning av privaträttsliga fordringar, 2 uppl., 1993, s. 167 f. (inklusive fotnoterna 482 och 483), densamme i Betalning – Om kongruent infriande av penningkulder och andra betalningsrättsliga frågor, 2 uppl., 2018, s. 151 f. och Welamson, Konkursrätt, 1961, s. 414 (särskilt fotnot 12) och s. 452 f.) eller ett sådant villkor som är bestämmande för obligationens förfallodag (eftersom det föreligger en osivshet om vissa av villkoren kommer att uppfyllas, jfr Lindskog,

lanhavanden inom ramen för ett sådant obligationslån som har sin grund i Fondhandlarvillkoren är av sådant avancerat slag att samverkan möjligen skulle kunna anses konstituera en associationsliknande gemenskap eller en association av något slag, varvid ett enkelt bolag är den etikett som i sistnämnda fall ligger närmast till hands.⁶⁷ Det nu nämnda är ett viktigt

Betalning – Om kongruent infriande av penningkulder och andra betalningsrättsliga frågor, 2 uppl., 2018, s. 152 f.), så ligger det närmast till hands att klassificera villkoren i fråga till den del de syftar till att vara handlingsdirigerande för obligationsinnehavarna som sedvanliga gäldenärsförpliktelser som åvilar obligationsinnehavarna och som kan ge upphov till sanktioner (t.ex. i form av en definitiv eller temporär vederlagsförlust) vid ett villkorsstridigt agerande. Möjligen kan villkoren också vara att klassificera som resolutiva, men det förändrar inte det förhållandet att det i grunden är fråga om just gäldenärsförpliktelser. – Jfr i detta sammanhang även Björkdahl, *Lojalitet och kontraktliknande förhållanden – En civilrättslig studie av förutsättningarna för ansvar vid förhandlingar eller andra kontakter mellan avtalsmässigt obundna parter*, 2007, s. 380 och 382 f., som anger att en utomobligatorisk relation kan vara att klassificera som avtalsliknande om det föreligger en tillräckligt hög grad av närhet mellan de berörda personerna. Enligt Björkdahl kan sådan närhet vara för handen om personerna i fråga t.ex. binds samman av en gemensam avtalspart och deras respektive avtalsrelationer är sammanbundna på så sätt att om någon åtgärd vidtas i den ena relationen så påverkas också den andra. Något som kan anses vara fallet i ett obligationslån eftersom obligationsinnehavarna har en gemensam gäldenär, deras enskilda obligationer utgör del av ett större obligationslån och det är heller inte möjligt att ändra obligationslånevillkoren i förhållande till endast vissa men inte andra obligationsinnehavare (ang. det sistnämnda om villkorsändringar, se t.ex. SOU 1969:13, s. 64).

⁶⁷ En associationsliknande gemenskap avser en sådan samverkansform som inte uppfyller ett eller flera av bolagsrekvisiten men som trots detta uppvisar sådana associationsrättsliga drag att samverkansformen trots allt är att uppfatta som en association i grunden, om än inte på det positivrättsliga planet. Angående det nu nämnda, se Söderlund, *Konkursrätten – Om konkursboet ses som en association i tvångslikvidation med borgenärerna som medlemmar*, 2009, s. 87. – Ett obligationsinnehavarkollektiv på vars samverkan Fondhandlarvillkoren är tillämpliga saknar förvisso rättspersonlighet, men uppvisar i de flesta andra avseenden sådan extern och intern enhetlighet som är kännetecknande för en association som också är en juridisk person. Som exempel kan nämnas att det finns en överenskommen "författning" i form av obligationsvillkoren som sätter ramarna för samverkan samt att det finns institutioner som syftar till att möjliggöra såväl majoritetsbeslutsfattande i gemensamma frågor som smidigt rättshandlande med tredje man. Därtill innehåller villkoren bestämmelser som reglerar förlustdelning i vissa fall. Till detta kommer att samverkan kommit till för ett visst ändamål, dvs. att övervaka obligationsinnehavarnas intressen under obligationslånets löptid och i den mån något lånevillkor måste ändras eller fordringsförhållandet rekonstrueras tillse att obligationsinnehavarnas förluster begränsas till ett absolut minimum. I den samtida internationella litteraturen har det också angetts att den obligationsinnehavarsamverkan som sker inom ramen för ett obligationslån konstituerar en *de facto* association (se Borchard, *State Insolvency and Foreign Bondholders. General Principles. Volume 1*, 2000, s. 3). För det fall sistnämnda uttalande ska anses äga giltighet även i en svensk kontext så torde den enda tänkbara associationsrättsliga etiketten som kan sättas på obligationsinnehavarnas samverkan det enkla bolaget, vilket är en konsekvens av associationerna *numerus clausus*. Med detta sagt måste dock också framhållas att det finns en del som tyder på att principen om associationernas *numerus*

avstamp eftersom det får anses klart att det föreligger en lojalitetsplikt mellan dels avtalsparterna i ett avtal, dels bolagsmännen i ett enkelt bolag.⁶⁸ Frågan är då om denna lojalitetsplikt kan ges det nu angivna innehållet. Fyra ytterligare förhållanden förtjänar härvid att lyftas fram.

Det *första förhållandet* att ta fasta på är att majoriteten genom en majoritetsbesluts klausul tillerkänts betydande möjligheter att t.ex. reducera, omgestalta eller ersätta de aktuella obligationerna med något annat instrument.⁶⁹ Majoriteten kan sålunda påverka minoritetsinnehavarnas förmögenhetssituation. Och eftersom det i avsaknad av avtalsvillkor som anger motsatsen varken kan antas att de minoritetsobligationsinnehavare som förvärvade sina fordringsrätter på primärmarknaden eller de minoritetsobligationsinnehavare som förvärvade sina fordringsrätter på sekundärmarknaden kan ha varit villiga att acceptera en ordning som ger majoriteten en rätt att fatta beslut som tillgodoser andra intressen än de som majoritetsbesluts klausulerna avser att skydda, ligger det nära till hands att anta att majoriteten är underkastad en generell plikt att bruka sin makt på ett sätt som begränsar de eventuella förluster som obligationsinnehavarkollektivet som grupp kan komma att drabbas av till följd av majoritetens agerande och detta agerandes inverkan på värdet på de obligationer som tillsammans konstituerar obligationslånet. Särskilt som en annorlunda ordning skulle innebära en indirekt sanktion av ett rättighetsmissbruk från majoritetens

clausus möjligen kan anses överspelad (jfr t.ex. Svernlöv, Scandinavian Airlines System Denmark-Norway-Sweden – en juridisk person *sui generis*, i Festskrift till Stefan Lindskog, 2018, s. 701 samt Svea hovrätts dom av den 12 april 2017 i mål FT 3928-16 och vad som anges i nämnda artikel respektive dom om att SAS är en juridisk person av eget slag.) Mot bakgrund härav kan det heller inte uteslutas att även andra associationsrättsliga etiketter än det enkla bolaget skulle kunna äga tillämpning på obligationsinnehavares samverkan inom ramen för ett obligationslån. Men även om så skulle vara fallet saknas anledning att anta att de grundläggande associationsrättsliga principerna om lojalitet, förutsebarhet, effektiv delaktighet, likabehandling m.m. inte skulle äga tillämpning på den aktuella samverkansformen.

⁶⁸ Angående lojalitetsplikten i avtalsförhållanden, se t.ex. Munukka, Lojalitetsplikten som rättsprincip, SvJT 2010 s. 837 med vidare hänvisningar till diverse lagstadganden, förarbeten och rättspraxis m.m. som visar på förekomsten av en lojalitetsplikt. Från senare tid kan i tillägg till vad som räknas upp i Munukkas artikel även NJA 2017 s. 203 (särskilt punkten 8), NJA 2017 s. 1195 och HD:s dom av den 23 mars 2018 i T 1566-17 (särskilt punkterna 10 och 14) nämnas. Förekomsten av en lojalitetsplikt kommer även till uttryck i ett antal internationella instrument, se UNIDROIT Principles Art 1.7(1), PECL artikel 1:201, DCFR I. – 1:103 samt DCFR III. – 1:103 och Restatement of Nordic Contract Law § 1-6 – Angående lojalitetsplikten i enkla bolag. se t.ex. NJA 1962 s. 359, SOU 1978:67, s. 62 och s. 117, prop. 1979/80:143 s. 51 och Lindskog, Handelsbolag och enkla bolag – En kommentar (7 maj 2018, Zeteo), kapitel 1, punkten 4.4.2.

⁶⁹ Jfr punkterna 17.1, 17.7 och 17.8 i Fondhandlarvillkoren gällande obligationsinnehavarnas beslutskompetens och de majoritetströsklar som äger tillämpning med avseende på de frågor/ärenden som kan bli föremål för beslut.

sida.⁷⁰ Det *andra förhållandet* att ta fasta på är att om majoriteten agerar på ett sätt som begränsar eventuella fordringsförluster under obligationerna till ett minimum, så är det ägnat att ha en väsentligt positiv inverkan på minoritetens avtalsvärde. Det *tredje förhållandet* att ta fasta på är att ett dylikt agerande från majoritetens sida innebär ingen eller endast en begränsad uppoffring från majoritetsobligationsinnehavarnas sida. Det *fjärde och sista förhållandet* att ta fasta på är som antydde redan i föregående stycke att ett förhållningssätt som syftar till förlustbegränsning måste anses som näraliggande och naturligt för en obligationsinnehavare som samverkar med andra obligationsinnehavare inom ramen för ett obligationslån. Det nu nämnda talar med viss styrka för förekomsten av en lojalitetsplikt med nu aktuellt innehåll.⁷¹ En sådan lojalitetsplikt skulle också fylla en viktig funktion på detta i allt väsentligt oreglerade område eftersom förekomsten av en dylik plikt kan antas fungera bl.a. opportunistbegränsande konflikthämmande, skadebegränsande, tillitsskapande och omsättningsfrämjande.⁷²

Oaktat om den förpliktelse som förlustbegränsningssyftet ger uttryck för återfinns i ett underförstått avtalsvillkor eller i en lojalitetsplikt som följer av allmänna rättsprinciper, kan hur som helst konstateras att förpliktelsen i fråga erbjuder en materiell ledstjärna för obligationsinnehavarnas beslutsfattande. Därmed kan det också göras matematiska jämförelser mellan de förväntade konsekvenserna av ett beslut som obligationsinnehavarna fattade vid ett visst fordringshavarmöte och de förväntade konsekvenser som de enskilda obligationsinnehavarna hade drabbats av för det fall emittenten istället hade varit föremål för någon form av formellt insolvensförfarande eller obligationsinnehavarna istället hade fattat ett alternativt beslut av något slag.⁷³

⁷⁰ Jfr SOU 1974:83, s. 155 och vad som där anges om missbruk av rättighet och 36 § AvtL tillämplighet vid olika slag av rättighetsmissbruk. Jfr även UNIDROIT Principles Art 1.7(2) om rättighetsmissbruk.

⁷¹ Resonemanget tar avstamp i de hållpunkter som Lindskog anser som centrala vid en bedömning av om en lojalitetsplikt föreligger, se Lindskog, Betalning – Om kongruent infriande av penningkulder och andra betalningsrättsliga frågor, 2014, s. 49 och densamme i Handelsbolag och enkla bolag – En kommentar (7 maj 2018, Zeteo), kapitel 1, avsnitt 4.4.1.

⁷² Jfr Munukka, Kontraktuell lojalitetsplikt, 2007, s. 504 f. och s. 506.

⁷³ Som Lindskog (i Aktieägaravtal – kommentarer med anledning av en avhandling, SvJT s. 265 (s. 272, fotnot 29) påtalat i anslutning till ett resonemang gällande vinstsyftet i ABL måste dock vid rent matematiska jämförelser av nu aktuellt slag även den risk som olika alternativ är förknippade med vägas in i bedömningen. Ett alternativ som på papperet erbjuder en enskild obligationsinnehavare den största återbäringen kan ju t.ex. som Lindskog mycket riktigt påtalar vara förenat med sådan risk att det i jämförelse med ett annat alternativ som erbjuder något mindre återbäring men som samtidigt är förenat med ett mer balanserat risktagande vara oförenligt med förlustbegränsningssyftet. Och vad beträffar risken kan den vara av många olika slag. Den kan dels gälla genomförbarheten av beslutsförslaget, dels gälla beslutsförslagets effekter för emittenten respektive

Vid en sådan analys innebär den förpliktelse som förlustbegränsnings-
syftet ger uttryck för att ingen obligationsinnehavare ska behöva finna sig
i att bli sämre ställd efter ett fordringshavarmöte än vad som hade varit
fallet vid en konkurs.⁷⁴ Skulle så vara fallet innebär det att beslutet i fråga
tillkommit i strid med den beslutskompetens som obligationsinnehavarna
tillerkänts genom villkoren. Detta innebär i förlängningen att den enskilde
obligationsinnehavaren inte heller behöver rätta sig efter sagda beslut.
Något som är en konsekvens av att den nödvändiga viljeförklaringen från
obligationsinnehavarnas sida för att åstadkomma ett bindande beslut saknas,
med åtföljd att beslutet i fråga utgör en nullitet.⁷⁵

obligationsinnehavarna på verkställighetsstadiet. Även andra risker kan säkerligen behöva
tas i beaktande.

⁷⁴ Jfr Arnesdotter, a.a., s. 9. – Möjligen bör jämförelser även göras med det förväntade
ekonomiska utfallet för obligationsinnehavarna vid en eventuell tvångslikvidation enligt
25 kap. ABL samt en eventuell företagsrekonstruktion enligt FrekL. Det är emellertid inte
alltid som dessa två alternativ är praktiskt genomförbara för emittentbolaget, men skulle
så vara fallet ligger det nära till hands att en obligationsinnehavare inte ska behöva finna
sig i att bli sämre ställd efter ett genomfört fordringshavarmöte än vad som hade varit
fallet efter en genomförd tvångslikvidation eller en lagstadgad företagsrekonstruktion.

⁷⁵ Vid prövning av om ett visst majoritetsbeslut vid ett fordringshavarmöte ska betraktas
som stridigt med syftet bakom obligationsinnehavarnas samverkan eller annars oskäligt
i enlighet med 36 § AvtL, bör domstolarna kunna hämta ledning från värderingar och
principer som lagstiftaren lagt till grund för sådan tvingande lagstiftning som reglerar
likartade samverkansformer eller frågor (jfr SOU 1974:83, s. 135, prop. 1975/76:81,
s. 122, Arnesdotter, a.a., s. 9 och Lindskog, Betalning – Om kongruent infriande av
penningkulder och andra betalningsrättsliga frågor, 2014, s. 644). Sådan lagstiftning
återfinns i detta fall i 3 kap. 25 § 1 st. p. 4 och 2 st. FrekL respektive 12 kap. 19 § 1 st.
p. 4 respektive 2 st. p. 2 KL, vilka lagstadganden tar sikte på borgenärsskadliga ackord.
Därtill finns det en del litteraturuttalanden som knyter an till denna lagstiftning, se t.ex.
Gustafsson och Renman, Ackord, 2018, s. 137 f., Hellners och Mellqvist, Lagen om före-
tagsrekonstruktion – En kommentar, 2 uppl., 2013, s. 225 f. och Welamson, Konkursrätt,
s. 727 (med vidare hänvisningar till äldre rättspraxis). Av det nu nämnda framgår att ett
av borgenärsmajoriteten godkänt ackord inte får fastställas av rätten om ackordet inte ger
borgenärerna ett ekonomiskt utfall som minst motsvarar vad de skulle kunna påräkna för
det fall gäldenären istället försatts i konkurs. I avsaknad av en uttrycklig överenskommelse
som anger annorlunda saknas det bärande skäl för att tillämpa en annan ordning för
det beslutsfattandet som sker vid sådana fordringshavarmöten som hålls i enlighet med
Fondhandlarvillkoren. – Inom aktiebolagsrätten brukar bl.a. sådana beslut som kräver
samtycke av alla eller vissa aktieägare men där sådant samtycke av någon anledning
inte erhållits benämnas för nulliteter, se 7 kap. 51 § 2 st. p. 2 ABL och prop. 1975:103
s. 414 f. Samma terminologi kan med fördel användas för sådana beslut som vid ett
fordringshavarmöte tillkommit i strid med obligationsinnehavarnas beslutskompetens.
För som framgår av det angivna lagrummet i ABL är en rättshandling att klassificera som
en nullitet när den saknar (rätts-)verkan till följd av att någon nödvändig förutsättning
för den aktuella rättshandlingen inte är för handen. Något som är i linje med vad som
angetts ovan om att den obligationsrättsliga huvudregeln föreskriver enhällighet för att
ändringar av avtal eller ensidiga skuldförbindelser ska vara bindande för de personer som
på ett eller annat sätt är parter i det aktuella avtalsförhållandet eller borgenärer under

Med detta sagt måste samtidigt framhållas att lika lite som vinstmaximeringssyftet i aktiebolagsrätten ger uttryck för någon resultatförpliktelse så gör förlustbegränsningssyftet så, utan vad det är fråga om är en omsorgsförpliktelse.⁷⁶ Något som innebär att de beslut som ett fordringshavarmöte fattar måste ha föregåtts av en professionell och gedigen utvärdering av de olika tänkbara handlingsalternativ som kan finnas att tillgå vid beslutstidpunkten, i syfte att identifiera det alternativ som med högst sannolikhet kan antas hålla de förluster som de enskilda obligationsinnehavarna kan komma att drabbas av till ett minimum. Och för det fall det beslut som fordringshavarmötet står inför att fatta kan antas påverka det nominella värdet eller marknadsvärdet på obligationerna, och därmed också obligationsinnehavarnas förmögenhetsställning på ett negativt sätt, finns det i

den skuldförbindelse som ställts ut, varför avsaknad av sådan enhällighet innebär att en för fordringshavarmötets beslut nödvändig förutsättning saknas.

⁷⁶ Jfr Arvidsson, a.a., s. 86 och Lindskog, Aktieägaravtal – kommentarer med anledning av en avhandling, SvJT s. 265 (s. 272, fotnot 28) och deras motsvarande resonemang angående vinstmaximeringsförpliktelsen i ABL, vilket mynnar ut i att denna förpliktelse är just en omsorgsförpliktelse och inte en resultatförpliktelse. – I en fordringshavarmöteskontext är det de enskilda obligationsinnehavarna snarare än fordringshavarmötet i egenskap av beslutsorgan för obligationsinnehavarna som omfattas av och har att iakttä den nu nämnda omsorgsplikten, vilket är en konsekvens av att obligationsinnehavarnas samverkansform (fordringshavarmötet inkluderat) saknar rättspersonlighet och är i grunden avtalsbaserad (eller möjligen avtalsliknande). Något som innebär att det är de enskilda obligationsinnehavarna som beroende på omständigheterna i det enskilda fallet svarar enskilt eller solidariskt med vissa eller samtliga övriga obligationsinnehavare för de förpliktelser som uppkommer inom ramen för samverkansformen (fordringshavarmötet inkluderat). Vid en överträdelse av den omsorgsplikt som förlustbegränsningssyftet kommer till uttryck genom, ligger det i sakens natur att endast de obligationsinnehavare som medverkat till en överträdelse av nämnda plikt kan komma att ådra sig ett ansvar i förhållande till övriga obligationsinnehavare p.g.a. pliktbrottet. Detta är också den ordning som kommer till uttryck i punkten 17.14 2 p. i Fondhandlarvillkoren, vari anges att en obligationsinnehavare som inte röstat för ett visst beslut heller inte ansvar för förluster som beslutet i fråga kan komma att åsamka andra obligationsinnehavare. Något som annorlunda uttryckt innebär att endast de obligationsinnehavare som utgjort majoriteten i ett ärende där den nu nämnda omsorgsförpliktelsen trätts för när svarar för eventuella förluster som uppkommer till följd härav. Ett sådant ansvar förutsätter dock som allt annat ansvar att de obligationsinnehavare som utgör majoriteten också kan visas ha varit culpösa som inte iakttagit omsorgsplikten samt att det föreligger ett orsakssamband mellan den skadegörande handlingen och den förlust som handlingen kommit att medföra. – I Fondhandlarvillkoren nämns ingenting om hur ansvaret ska fördela sig i händelse av att flera obligationsinnehavare ådragit sig ansvar för samma skada. Något som får anses innebära att ansvaret i dylika fall följer den obligationsrättsliga huvudregel som gäller när flera svarar för samma förpliktelse, dvs. ansvaret är solidariskt i den mån annat inte avtalats (jfr t.ex. 1 kap. 2 § SkbrL, 10 kap. 11 § HB, 2 kap. 14 § 2 st. och 20 § BL, 4 kap. 5 och 6 §§ BL, 6 kap. 3 § SkL) – Vad som föreskrivs i Fondhandlarvillkoren respektive kan anses följa av dispositiv rätt i nu aktuellt avseende är för övrigt i linje med vad som gäller för aktieägares och föreningsmedlemmars skadeståndsansvar, se 29 kap. 3 och 6 §§ ABL och 21 kap. 3 och 5 §§ FL.

vart fall ett alternativt handlingsalternativ som regelmässigt bör ha varit föremål för en jämförande bedömning för att omsorgsförpliktelsen ska anses fullgjord. Detta handling- och jämförelsealternativ utgörs som ovan angetts av det förväntade ekonomiska utfallet för obligationsinnehavarna för det fall emittenten av de aktuella obligationerna istället varit föremål för ett konkursförfarande. I avsaknad av en sådan jämförandeanalys får det anses råda en presumtion för att omsorgsplikten, och därmed också det förlustbegränsningssyfte som innefattas däri, trätts för när för det fall det även kan visas att konkursalternativet skulle vara mer förmånligt för obligationsinnehavarna. Vid sidan härav skulle det i vissa situationer, och då givetvis beroende på förutsättningarna i det enskilda fallet, kunna argumenteras för att det ska göras jämförelser även med det förväntade ekonomiska utfallet för obligationsinnehavarna efter ett tvingande likvidationsförfarande enligt ABL respektive en företagsrekonstruktion enligt FrekL för att inte omsorgsplikten ska anses ha trätts för när.⁷⁷

Huruvida även andra handlingsalternativ än de nu nämnda måste inkluderas i beslutsberedningen/-underlaget för att omsorgsplikten ska anses ha iakttagits måste avgöras mot bakgrund av omständigheterna i det enskilda fallet. Klart är dock att varken förslagsställaren eller den majoritet av obligationsinnehavarna som röstar för ett visst beslut är underkastade någon allmän skyldighet att identifiera varje teoretiskt alternativ till det förslag som lagts fram vid ett visst fordringshavarmöte.⁷⁸ Däremot bör kunna krävas att det gjorts i vart fall någon ansträngning för att undersöka om även andra alternativ än de lagstadgade skulle kunna komma i fråga i den aktuella

⁷⁷ De krav på jämförande analys och informationsgivning som här ställs upp är i någon mån mer omfattande än vad som är fallet för den information som ska tas fram i samband med en ansökan om ett offentligt ackord enligt FrekL och som endast kräver uppgift om den förväntade utdelningen i en konkurs, se 3 kap. 11 § FrekL. Skälet till denna strängare hållning är att informella rekonstruktioner regelmässigt genomförs vid en tidpunkt då gäldenären befinner sig längre från konkursens rand än vad som är fallet vid en rekonstruktion enligt FrekL. Det innebär att det i normalfallet finns fler handlingsalternativ att välja mellan vid beslutstidpunkten. Därmed finns det också anledning för en förslagsställare att anlägga, och för obligationsinnehavarna att kräva, ett bredare synsätt än vad som är fallet när det är fråga om ett offentligt ackord enligt FrekL. Och som ett minimum bör då kunna krävas att en förslagsställare i vart fall jämför sitt förslag med det förväntade utfallet av de förfaranden som lagstiftaren tillhandahåller för att hantera överskuldssättning- eller kassaflödesproblem. Detta i vart fall så länge det inte framstår som klart att de av lagstiftaren erbjudna förfarandena av någon anledning inte är möjliga att genomföra. Men skulle så vara fallet bör å andra sidan kunna krävas att det i beslutsförslaget också anges varför t.ex. en tvångslikvidation eller företagsrekonstruktion inte bedöms vara ett tillämpligt alternativ.

⁷⁸ Jfr Arvidsson, a.a., s. 85, som med avseende på vinstmaximeringsprincipen i aktiebolagsrätten anger att bolagsledningen inte har någon skyldighet att identifiera alla teoretiskt tänkbara handlingsalternativ, utan att skyldigheten endast innebär att "efter bästa förmåga sträva efter att identifiera och implementera alternativ som vid respektive tidpunkt är ägnade att leda till så mycket vinst som möjligt."

kontexten. I avsaknad av ett tillämpligt regelverk och vägledande rättspraxis är det dock oklart vad som krävs i nu aktuellt avseende. Klart är dock att eftersom giltigheten av ett fattat beslut kan sättas ifråga genom värderings- och riskjämförelser mellan olika handlingsalternativ och omfattningen av beslutsberedningsskyldigheten därtill är oklar, så ligger det nära till hands att anta att den nuvarande ordningen riskerar att vara konflikt drivande.

För att hålla nere antalet potentiella *ex post*-konflikter till ett minimum kan därför ifrågasättas om inte endast särskilt kvalificerade överträdelser av förlustbegränsningssyftet ska kunna medföra sanktioner. Så är t.ex. fallet inom aktiebolagsrätten där endast *uppenbara* överträdelser av vinstsyftet är sanktionerade.⁷⁹ I en obligationslånekontext kan det lyftas fram skäl som pekar i båda riktningarna, vilket gör att det inte med säkerhet går att uttala sig om hur rättsläget ser ut i nu aktuellt avseende.

Vad beträffar de skäl som talar emot ett uppenbarhetskrav i en obligationslånekontext förtjänar framförallt följande tre skäl att framhållas.

För det första skiljer sig låneinvesteringar från aktieinvesteringar såtillvida att de sistnämnda har tydligare karaktär av riskkapital. Den risk som en aktieägare bär att vid en likvidation eller konkurs bli återbetald först efter det att bolagets borgenärer fått sitt vägs t.ex. upp av att aktieinstrumentet kan öka i värde. Detta spekulationselement saknas helt vid en låneinvestering där avkastningen bestäms av en räntekomponent, varför det finns rättssystematiska skäl som motiverar att bolagsorganen ges friare tyglar än fordringshavarmötet i samband med sitt beslutsfattande. Ett annat sådant skäl är att en obligation är ett i tiden ändligt instrument medan en aktie är ett i teorin evigt sådant. Något som innebär att konsekvenserna av ett agerande i strid med ett förlustbegränsningssyfte är, i vart fall som huvudregel, svårare att reparera än vad som är fallet med ett agerande i strid med ett vinstsyfte. Den tillgängliga läkningstiden kommer ju alltid att vara kortare. Även detta är skäl för att ge bolagsorganen något friare tyglar än fordringshavarmötet i samband med beslutsfattandet.

För det andra är det inte per automatik så att ett agerande i strid med vinstsyftet i ABL i mindre uppenbara fall kommer att återverka negativt genom att minska det aktuella bolagets eller de enskilda aktieägarnas förmögenhetsmassa (ett dylikt agerande kan ju resultera i att *status quo* består). Så är däremot alltid fallet vid ett agerande i strid med det ovan redovisade förlustbegränsningssyftet. Det kan mot denna bakgrund göras gällande att de enskilda obligationsinnehavarna är mer skyddsvärda än vad som är fallet för aktiebolaget och dess ägare. Något som i sig motiverar ett skydd för obligationsinnehavarna även i de mindre uppenbara fallen.

För det tredje är det svårt att föreställa sig en förlustbegränsningsförpliktelse som i enlighet med vad som angetts ovan har sin grund i endera en

⁷⁹ Jfr t.ex. NJA 1987 s. 394 och Arvidsson, Aktieägaravtal – Särskilt om besluts- och överlåtelsebindningar, 2010 s. 87, med vidare hänvisningar.

fingerad partsvilja eller en allmän lojalitetsplikt, men som är begränsad till endast uppenbara ageranden i strid med den aktuella plikten. För att en dylik begränsning ska tillåtas rama in förslustbegränsningsförpliktelsen och begränsa densamma kan argumenteras för att den måste komma till uttryck i någon form av tolkningsdata som är såväl av relevans för obligationsborgenärernas mellanhanvaden under ett visst obligationslån som synbara för obligationsinnehavarna vid tidpunkten för förvärvet av obligationen på primärmarknaden. Och eftersom varken Fondhandlarvillkoren eller den utfyllande rätten innehåller något som pekar in denna riktning torde det inte heller vara möjligt att ställa upp något uppenbarhetskrav.

Vad å andra sidan beträffar de argument som talar för ett uppenbarhetskrav förtjänar framförallt de skäl som HD lyfte fram för att ställa upp ett sådant i NJA 1987 s. 393 att framhållas. I nämnda rättsfall, som gällde om ett visst kongressbeslut som fattats av en fackförening var i strid med föreningens verksamhetsändamål, angav HD att ideella föreningar kan vara av mycket skiftande art och att det därför inte är säkert att ett uppenbarhetskrav kan uppställas generellt. Som skäl för att i det aktuella fallet trots allt ställa upp ett sådant krav angav HD att fackförbunden har ett mycket stort antal medlemmar och att deras verksamhet huvudsakligen syftar till att ta tillvara medlemmarnas ekonomiska verksamhet. Därtill angavs, utan närmare motivering, att hänsynen till majoritetsintresset krävde ett uppenbarhetskrav. Resonemanget i rättsfallet skulle kunna tillämpas analogt på obligationsinnehavarnas beslutsfattande. Obligationsinnehavarna kan ju precis som fackföreningsmedlemmarna vara många till antalet och deras samverkan syftar till att ta tillvara deras ekonomiska intressen. Därtill skulle ju majoritetsintresset i en obligationslånekontext kunna sägas kräva en uppenbarhetskrav kvalificering på samma sätt som i den fackföreningskontext som var för handen i HD-fallet. En viktig skillnad är dock att ett av syftena med fackföreningsverksamheten i det aktuella rättsfallet befanns vara att öka medlemmarnas ekonomiska standard. Det är således fråga om något som liknar eller i vart fall är besläktat med det vinstsyfte som gäller för aktiebolag. Och även om det sistnämnda inte synes ha varit avgörande för HD vad beträffar förefintligheten av ett uppenbarhetskrav, går det inte att komma ifrån att det i enlighet med de argument som förts fram ovan möjligen kan sägas ligga närmare till hands att uppställa ett uppenbarhetskrav när verksamheten syftar till att förbättra medlemmarnas ekonomiska standard jämfört med när den syftar till att behålla nämnda standard respektive – i sådana fall där detta inte är möjligt – eller förhindra att den ekonomiska standarden försämras mer än nödvändigt. Mot detta kan invändas att en obligationsinnehavare till skillnad från en fackföreningsmedlem (men i likhet med en aktieägare) kan frigöra sig från ett beslut som denne av någon

anledning ogillar genom att sälja sin obligation på andrahandsmarknaden.⁸⁰ Något som möjligen skulle kunna anses utgöra ett argument för att låta ett uppenbarhetskrav äga tillämpning även vid beslutsfattande i en obligationslånekontext.

Vid sidan av de skäl som HD lyfte fram i 1987-års fall bör även 3 kap. 25 § 1 st. 4 p. FrekL uppmärksammas. Av bestämmelsen framgår att rätten får vägra att fastställa ett offentligt ackord om ackordet i fråga är *uppenbart* till skada för borgenärerna, vilket bl.a. anses vara fallet om ackordet ger borgenärerna mindre än vad de skulle kunna påräkna i en konkurs. Det förhållandet att bestämmelsen i någon mån kan sägas ge uttryck för lagstiftarens syn på minoritets- kontra majoritetsintresset i en skuldnedskrivningskontext och då det i litteraturen förespråkats att i oreglerade fall låta den ordning som gäller för lagreglerade skuldrekonstruktioner äga tillämpning även i en underhandskontext, ligger det nära till hands att anta att en förutsättning för att ett beslut i strid med förlustbegränsningsförpliktelse ska kunna angripas är att beslutet är just i uppenbar strid med nämnda förpliktelse.⁸¹

Med detta sagt får dock kontentan av diskussionen ovan anses vara att det råder betydande rättslig osäkerhet vad beträffar frågan om alla slags överträdelser av förlustbegränsningssyftet eller endast särskilt kvalificerade sådana kan medföra sanktioner. Inte minst eftersom det finns goda skäl för båda de ovan redovisade ståndpunkterna. För egen del är jag dock av uppfattningen att ett uppenbarhetskrav bör uppställas och skälet till det är att jag anser att vad som gäller för offentliga ackord om möjligt bör få genomslag i oreglerade fall när likartade frågeställningar är föremål för bedömning i ett underhandsförfarande.

Mot bakgrund av vad som anförts ovan är det viktigt att påpeka att den nu förda diskussionen om jämförelser mellan olika handlingsalternativ inte får förstås som så att det inte skulle vara möjligt att angripa ett beslut som fattats vid ett fordringshavarmöte i sådana fall där det inte finns något alternativ till det beslut som fattades. Det får nämligen anses följa av den förpliktelse som förlustbegränsningskriteriet ger uttryck för att det måste finnas ett faktiskt behov av den beslutade åtgärden och att åtgärden i fråga också är ändamålsenlig såtillvida att den kan tillgodose det behov eller hantera det problem som föranlett sammankallandet av fordringshavarmötet. För det fall dessa två förutsättningar – som kan benämnas behovs- respektive

⁸⁰ HD framhåller särskilt i NJA 1987 s. 394 att en fackföreningsmedlem saknar praktisk möjlighet att genom utträde ur förbundet frigöra sig från verkningarna av ett kongressbeslut som denne av någon anledning ogillar, men menade samtidigt att majoritetsintresset vägrade tyngre och att detta intresse krävde att ett uppenbarhetskrav uppställdes.

⁸¹ Angående möjligheten att låta bestämmelserna i FrekL få genomslag även i en underhandsackordskontext, jfr Arnesdotter, a.a., s. 9 och Lindskog, *Betalning – Om kongruent infriande av penningkulder och andra betalningsrättsliga frågor*, 2014, s. 644.

ändamålsprincipen – inte är för handen så finns det heller ingen anledning för obligationsinnehavarmajoriteten att fatta beslut som syftar till att ändra *status quo*. Detta särskilt som de lån som obligationsinnehavarna beviljat gäldenären är belopps- och tidsbestämda samt räntebärande, vilket som ovan angetts innebär att obligationsinnehavarnas ”bästa utfall” i normalfallet är just det utfall som följer av bevarandet av *status quo*. Sammankallandet av ett eventuellt fordringshavarmöte som det inte finns behov av eller att besluta om åtgärder som inte möter de behov som mötet sammankallats för att hantera kommer ju endast att innebära försämringar, eftersom dylika åtgärder kommer att ådra obligationsinnehavarna kostnader utan att tillföra dem någon motsvarande nytta. Något som givetvis inte är förenligt med det ovan nämnda förlustbegränsningssyftet. Därtill vore ett dylikt agerande irrationellt och det ligger nära till hands att anta att en part som i enlighet med ett avtal kan tvinga sin vilja på en annan part har, om inte annat av rena anständighetsskäl, har att utöva dylika befogenheter på ett rationellt sätt.

De förhållanden som nu lyfts fram i form av en minimiingrepps-, behovs- och ändamålsprincip kan sammantaget sägas uttrycka för en form av avtalad proportionalitetsprincip (eller i vart fall något som får anses besläktat med en proportionalitetsprincip), vilken majoriteten har att iakttä i sitt beslutsfattande och som även ger rättstillämparen hållpunkter när olika beslutsutfall ska jämföras med varandra.⁸² Därtill fungerar principen preventivt genom att den ger majoriteten incitament att utöva sin makt rationellt samt därtill på ett sätt som begränsar risken för felaktiga beslut med åtföljande förmögenhetsskador för minoriteten.⁸³ Detta är särskilt viktigt eftersom de beslut som fordringshavarmötet fattar många gånger kan få betydande effekter för värdet på minoritetens obligationer. Förekomsten av en proportionalitetsprincip på det nu aktuella området är också naturlig mot bakgrund av att den i Fondhandlarvillkoren angivna beslutsordningen har sina rötter i demokrati- och rättsstatsidealerna, vilka båda bygger på tankegångar om maktbegränsning samt balans mellan mål och medel i beslutsfattandet.

⁸² Jfr Munukka, Lojalitetsplikten som rättsprincip, SvJT 2010 s. 837 (s. 843), som angett att lojalitetsprincipen är att likna vid en allmän avtalsrättslig proportionalitetsprincip.

⁸³ Ska den omsorgsplikt som nämns ovan i löptexten konkretiseras skulle kunna sägas att den har två huvudsakliga syften. För det första att se till att det kollektiva beslutsfattandet inte förorsakar de enskilda obligationsinnehavarna onödiga förluster (minimiingreppsprincipen). För det andra att tillvarata obligationsinnehavarnas intressen av att det inte görs omotiverade ingrepp i deras fordringsrätter (behovs- och ändamålsprincipen). – Som en parantes kan nämnas att det sistnämnda medför att omsorgsplikten på det nu aktuella området uppvisar vissa likheter med den omsorgsplikt som åvilar en panthavare i förhållande till en pantsättare. Panthavarens omsorgsplikt har nämligen i litteraturen angetts syfta till att säkerställa att panten dels inte säljs till underpris, dels inte säljs i onödan, se Lennander, Panthavares skyldigheter vid pantavtal om lös egendom, 1977, s. 266.

3.3 Procedurella minoritetsskyddsregler

Vid sidan av det ovan nämnda bör även vissa av de procedurregler som gäller för ett fordringshavarmöte som genomförs i enlighet med Fondhandlarvillkoren uppmärksammas i detta sammanhang.

Av punkten 18.2 i Fondhandlarvillkoren framgår t.ex. att en kallelse till ett fordringshavarmöte ska ange tid, plats och dagordning för mötet samt att beslut endast får fattas i sådana ärenden som finns upptagna i dagordningen. Av punkten 18.3 framgår vidare att ett fordringshavarmöte får hållas tidigast tio och senast trettio bankdagar från dagen för kallelsen.

Av punkten 17.6 i Fondhandlarvillkoren framgår vidare att den enskilde obligationsinnehavaren har rätt att rösta vid ett fordringshavarmöte samt att denne också har rätt att utöva sin rösträtt via ombud vid mötet. I detta ligger att de enskilda obligationsinnehavarna även har rätt att närvara vid mötet. I annat fall har de nämligen ingen möjlighet att utöva sin rösträtt vid detsamma.⁸⁴ Däremot framgår inte av Fondhandlarvillkoren att de enskilda obligationsinnehavare även har rätt att yttra sig vid ett fordringshavarmöte som avhålls i enlighet med villkoren. Vad beträffar det sistnämnda ligger det dock i sakens natur att när olika meningar gör sig gällande i ett kollektiv av personer som vid ett möte står inför att fatta ett visst beslut, att den som är ordförande för mötet har undersöka om det är möjligt att nå samförstånd genom en diskussion där de röstberättigade personernas olika meningar får utvecklas och brytas mot varandra på ett ordnat sätt.⁸⁵ Och i den mån det står klart att något sådant samförstånd inte kan uppnås får det anses ankomma på ordföranden att tillse att de röstberättigade erhåller en så allsidig belysning som möjligt av de olika ståndpunkter som förfäktas vid mötet. Något som i sig förutsätter en yttranderätt för de röstberättigade. Till detta kommer att en demokratiskt grundad beslutsprocedur innefattar både en offentlig debatt och en omröstning.⁸⁶ Härigenom erhålls nämligen såväl representativitet som legitimitet i beslutsfattandet. Obligationsinne-

⁸⁴ Det följer också av Fondhandlarvillkorens systematik, och då särskilt den uppdelning som görs i villkoren mellan beslutsfattande vid ett faktiskt fordringshavarmöte och beslutsfattande genom ett särskilt skriftligt beslutsförfarande, att de enskilda obligationsinnehavarna har rätt att närvara i de fall beslut ska fattas vid ett fordringshavarmöte. I annat fall hade det ju varit överflödigt med två separata beslutsförfaranden. Till detta kommer att såväl punkten 17.9 gällande quorum som punkten 18.2 (ii) i Fondhandlarvillkoren gällande platsen för mötet förutsätter en mötesform som bygger på närvaro av obligationsinnehavarna.

⁸⁵ Jfr prop. 1985/86:80, s. 30.

⁸⁶ Jfr RH 2010:32 och Hermansson, a.a., s. 85. – Det bör noteras att den skriftliga beslutsprocedur som föreskrivs som ett alternativ till ett formenligt fordringshavarmöte i punkten 19 i Fondhandlarvillkoren inte innefattar någon debattdel. En dylik beslutsprocedur kan emellertid oaktat detta ges demokratisk legitimitet så länge besluten fattas efter en omröstning som i övrigt är förenlig med de demokratiska principerna. Angående det sistnämnda, se Hermansson, a.a., s. 86.

havarnas rätt att yttra sig vid ett fordringshavarmöte är sålunda att finna i allmänna mötesrättsliga principer för demokratisk samverkan.

Genom de ovan nämnda bestämmelserna säkerställs att enskilda obligationsinnehavare är bevarade sin rätt att bevaka, utöva inflytande samt kontrollera de beslut som fattas vid ett fordringshavarmöte. Bestämmelserna sörjer sålunda för en rättssäker beslutsprocess och kan därmed sägas tillhöra kärnan i det procedurella minoritetsskyddet. Så även om det av allmänna mötesrättsliga principer kan antas följa att procedurella fel endast medför ogiltighet i sådana fall där felet kan antas ha inverkat på beslutsfrågans utgång, torde utrymmet för att anse ett beslut giltigt i händelse av felaktigheter i kallelse- eller omröstningsprocessen vara begränsat p.g.a. betydelsen för den enskilde av att dessa bestämmelser tillämpas på ett riktigt sätt.⁸⁷ Vid en överträdelse av de nu nämnda bestämmelserna skulle det med andra ord kunna sägas råda en presumtion för att de beslut som fattas ska anses ogiltiga.⁸⁸

⁸⁷ Jfr 3 kap. 25 § 1 st. p. 1 FrekL och 12 kap. 19 § 1 st. p. 1 KL vari anges att rätten inte är skyldig att fastställa ett ackordsbeslut om det förekommit ett handläggningsfel i samband med ackordsfrågans handläggning och detta fel kan ha inverkat på frågans utgång. Som framgår av lagkommentarerna till 7 kap. 50 § ABL gäller i allt väsentligt motsvarande regler för handläggningsfel i samband med bolags- och föreningsstämma, se Andersson m.fl., Aktiebolagslagen (3 juli 2018, Zeteo), kommentaren till 7 kap. 50 § samt prop. 1986/87:7 s. 128. Jfr även RH 2010:32. Notera dock att hovrättsfallet endast adresserar kallelseförfarandet. Notera också att hovrätten särskilt anger att giltigheten eller klanderbarheten av ett visst beslut i första hand är avhängigt av om procedurfelet påverkat utgången av beslutet ifråga. Hovrätten går dock ett steg längre och anger härefter att även om så inte är fallet så kan ett visst beslut trots detta vara ogiltigt och klanderbart p.g.a. ett procedurfel. Huruvida så är fallet är enligt hovrätten avhängigt av karaktären på både det aktuella stämmobeslutet och det aktuella felet. – Den ståndpunkt som jag förfäktar gällande förekomsten av en presumtion går sålunda ett ytterligare steg längre än vad hovrätten gjorde i det aktuella rättsfallet. Det sistnämnda innebär att riktigheten i mitt ställningstagande är behäftat med en del osäkerhet, varför uttalandet i löptexten om en presumtion också måste läsas mot bakgrund av just denna osäkerhet.

⁸⁸ Jfr dock Nial och Hemström, Om handelsbolag och enkla bolag, 4 uppl., 2008, s. 127, som menar att majoritetsbeslut som tillkommit inom ramen för ett enkelt bolag men i strid med någon formföreskrift i princip alltid är ogiltiga (dvs., så som de får förstås, oavsett felets karaktär). Däremot kan dylika beslut enligt Nial och Hemström erhålla giltighet i efterhand under förutsättning att samtliga bolagsmän som berörts av felet samtycker till detsamma. Det sistnämnda men inte det förstnämnda finns det anledning att instämma i. Vad beträffar det förstnämnda går som synes Nial och Hemström ytterligare ett steg längre än vad jag gör vad beträffar de rättsföljder som ett procedurfel av något slag kan ge upphov till (se föregående fotnot). För egen del anser jag att Nials och Hemströms ståndpunkt är alltför långtgående eftersom ståndpunkten inte bygger på den nödvändiga balans som alltid måste finnas mellan ett visst fels allvarighet och de konsekvenser som felet kan resultera i. En sådan balans är som jag ser det nödvändig dels för att förtroendet för en beslutsordning skal bibehållas över tid, dels för att transaktionskostnaderna i beslutsfattandet ska kunna hållas på en rimlig nivå. Och mot bakgrund härav får den ordning som kom till uttryck i föregående fotnot anses ha goda skäl för sig.

Det ovan nämnda kontrollelementet accentueras ytterligare genom att det i punkten 17.17 i Fondhandlarvillkoren även anges att protokollet från fordringshavarmötet ska färdigställas snarast möjligt efter mötet och därefter skickas respektive hållas tillgängligt för de enskilda obligationsinnehavarna på visst sätt. Ett agerande i strid med denna bestämmelse medför emellertid inte att de beslut som fattats vid ett fordringshavarmöte skulle vara ogiltiga. Inte heller kan ett agerande i strid med bestämmelsen antas påverka en eventuell klanderfrist.⁸⁹ Däremot skulle kunna tänkas att den som svarar för protokollet kan komma att ådra sig ett skadeståndsansvar mot en obligationsinnehavare som önskar klandra något visst beslut. Tänkbart är ju att avsaknaden av ett formenligt protokoll kan komma att medför att den obligationsinnehavare som önskar klandra ett visst beslut vid ett fordringshavarmöte tvingas förlita sig på annan och mer kostsam utredning än vad som hade varit fallet om protokollet hade upprättats och tillställts parterna på det sätt som föreskrivs i bestämmelsen.

3.4 Beslutsöverprövande minoritetsskyddsregler

Som bekant finns för såväl aktiebolag och ekonomiska föreningar en lagstadgad klanderrätt. Denna innebär att för det fall ett beslut av bolags- eller föreningsstämman inte tillkommit i behörig ordning eller på annat sätt strider mot ABL/FL, tillämplig lag om årsredovisning eller bolagsordningen/

⁸⁹ Jfr dock 14 kap. 5 § ÄB där en klanderfrist om sex månader börjar löpa vid den tidpunkt då testamenten delges arvingarna. Detta är emellertid inte den enda bestämmelsen där en klanderfrist är knuten till att en part får del av någon viss handling. Vad beträffar klander av en boutredningsmans förvaltning hänvisas t.ex. vad beträffar klanderfristen i 19 kap. 19 § 1 st. ÄB till regeln om syssloman i 18 kap. 9 § HB, vilken i sin tur anger att klandertalan ska väckas ”inom natt och år, sedan han vid sysslan skildes, och redo och räkning gjord är av honom”. Även vid klander av bodelningar och arvsskiften är klanderfristen om fyra veckor knuten till upprättandet och mottagandet av en bodelningshandling respektive skifteshandling, se 23 kap. 5 § ÄB och 17 kap. 8 § 2 st. Till detta kommer att klander av skiljedomar och syn bygger på en liknande ordning. I det förstnämnda fallet börjar som huvudregel klanderfristen om tre månader att löpa från den dag då parten fick del av skiljedomen, se 34 § 3 st. LSF. I det sistnämnda fallet börjar klanderfristen om en månad att löpa från den dag part fick del av synehandlingen, se 9 kap. 24 § JB. – Det nu nämnda gäller dock inte för klander av sådana beslut som fattas vid en bolags- eller föreningsstämma enligt ABL eller FL. Enligt sistnämnda lagar är inte klanderfristen knuten till att en enskild aktieägare eller medlem fått del av protokollet från stämman i fråga, utan i den mån klandertalan överhuvud är underkastad en frist är denna knuten till beslutstidpunkten, se 7 kap. 51 § ABL respektive 6 kap. 48 § FL. Denna ordning kan dock antas ha sin grund i att aktieägare respektive föreningsmedlemmar känner till beslutstidpunkten och därtill erbjudits möjlighet att delta i beslutsfattandet, vilket är en skillnad mot de andra fall där det rättsmedel som finns att tillgå utgörs av en klandertalan. Som kommer att framgå av avsnitt 3.4 förordas där, *de lege ferenda*, en lösning som motsvarar vad som gäller för klander av bolags- och föreningsstämmobeslut enligt ABL och FL.

föreningsstadgarna, får t.ex. en aktieägare respektive medlem föra talan mot bolaget respektive föreningen vid allmän domstol om att beslutet ska upphävas eller ändras.⁹⁰ Rätten får dock endast ändra den aktuella bolags- eller föreningsstämmans beslut om det kan fastställas vilket innehåll beslutet rätteligen borde ha haft.⁹¹ Om bolags- eller föreningsstämmans beslut upphävs eller ändras gäller domen även för de aktieägare respektive föreningsmedlemmar som inte har fört talan.⁹² Denna ordning har kommit att gälla även för andra slags associationer som hämtar delar av sitt innehåll från ABL eller FL.⁹³ Detsamma gäller för ideella föreningar.⁹⁴

Lika med vad som är fallet för samverkan inom ramen för en ideell förening finns det inte för sådan samverkan som sker vid de fordringshavarmöten som genomförs i enlighet med Fondhandlarvillkoren någon lagstiftning som reglerar samverkan i fråga. Till skillnad från en ideell förening äger dock inte ett fordringshavarmöte eller det obligationsinnehavarkollektiv som har rätt att närvara vid ett dylikt fordringshavarmöte rättspersonlighet, de utgör med andra ord inte juridiska personer. Däremot ligger det som redan angetts ovan nära till hands att uppfatta dessa kollektiv och den samverkan som sker inom ramen för dem som enkla bolag eller, i vart fall, en associationsliknande gemenskap.

Mot bakgrund av de stora likheter som obligationsinnehavarnas samverkan under ett obligationslån som regleras av Fondhandlarvillkoren uppvisar med sådan samverkan som sker mellan ägare respektive medlemmar i en lagreglerad association, får det anses följa av allmänna rättsprinciper att en enskild obligationsinnehavare ska kunna få rättslig prövning av frågan om ett beslut som fattats av samverkansformens högsta organ strider mot de villkor eller den utfyllande rätt som reglerar samverkan och därmed är oförbindande för obligationsinnehavaren i fråga.⁹⁵ Förekomsten av en dylik normprövning får nämligen anses som ett nödvändigt element i alla rättsliga och organisatoriska system som har sin grund i en normhierarki. Detta följer av att det annars finns en risk för att det kan komma att finnas normer på

⁹⁰ 7 kap. 50 § ABL och 6 kap. 47 § FL.

⁹¹ 7 kap. 52 § 2 st. ABL och 6 kap. 49 § 2 st. FL.

⁹² 7 kap. 52 § 1 st. ABL och 6 kap. 49 § 1 st. FL.

⁹³ Som exempel kan nämnas att de nu redovisade bestämmelserna i ABL gäller för sådana bank- och försäkringsaktiebolag som regleras av lag (2004:297) om bank och finansieringsrörelse respektive försäkringsrörelselagen (2010:2043). Vad beträffar FL regleras de flesta kooperativa föreningsformer av bestämmelserna i nämnda lag i den mån speciallagarna inte innehåller explicita undantag, se t.ex. bostadsrättslagen (1991:614), lagen (2002:93) om kooperativ hyresrätt, lagen (1975:417) om sambruksföreningar, lag (2004:297) om bank och finansieringsrörelse gällande kreditmarknadsföreningar. Ytterligare exempel finns.

⁹⁴ Jfr NJA 1987 s. 394 och RH 2012:33.

⁹⁵ Jfr Nial och Johansson, Svensk associationsrätt i huvuddrag, 7 uppl., 1998, s. 179 och s. 183 samt även resonemanget i NJA 1987 s. 394 respektive RH 2012:33.

en lägre nivå (sådana som skapats genom beslut vid fordringshavarmötet) som inte överensstämmer med normer på en högre nivå (sådana som kommer till uttryck i obligationslånevillkoren), med åtföljd att systemet inte längre hänger ihop.⁹⁶ Något som gör sig gällande med särskild styrka i en minoritetsskyddskontext eftersom de normer som konstituerar minoritetsskyddet måste vara överordnade sådana normer som tillkommer genom majoritetsbeslutsfattande. Om så inte vara fallet skulle minoritetsskyddet brista i effektivitet och funktion. I detta avseende föreligger ingen egentlig skillnad mellan en rättsordning som reglerar samverkan inom ramen för en demokratiskt styrd nationalstat och en organisationsordning som reglerar samverkan inom en demokratiskt styrd privaträttslig organisation.

En viktig skillnad mellan sådan normprövning som sker i enlighet med ABL och FL och den normprövning som fordringshavarmötets beslut kan underkastas, är att den obligationsinnehavare som anser att ett fel av något slag begåtts och att beslutet i fråga därför ska förklaras ogiltigt eller överksamt inte har någon associationsrättslig figur (t.ex. ett bolag eller en förening) att vända sig mot. En dylik obligationsinnehavare är i stället hänvisad till att väcka talan mot samtliga obligationsinnehavare som omfattas av verkningarna av det påstått felaktiga beslutet. Det sistnämnda är en följd av att ett beslut vid ett fordringshavarmöte är bindande för samtliga obligationsinnehavare och sålunda måste gälla enhetligt för samtliga som omfattas av dess verkningar, vilket sålunda innebär att det föreligger s.k. nödvändig processgemenskap mellan obligationsinnehavarna.⁹⁷ För den obligationsinnehavare som önskar nyttja sin rätt till normprövning innebär detta givetvis ett betydande ekonomiskt risktagande eftersom obligationsinnehavaren i fråga riskerar att få svara för samtliga rättegångskostnader för det fall dennes talan inte vinner bifall.⁹⁸ Till detta kommer att obligationer är löpande omsättningspapper, varför obligationsinnehavarkollektivet är föränderligt och det sålunda är förenat med inte obetydliga svårigheter att få grepp över motparterna i en dylik tvist.⁹⁹ Det nu nämnda utgör ett

⁹⁶ Jfr Bull, Om domstolarnas roll i demokratin – fågel, fisk eller mittemellan? – del II, JT 2000–01 s. 26 (s. 32).

⁹⁷ Se punkten 17.14 i Fondhandlarvillkoren respektive 14 kap. 8 § 2 st. RB.

⁹⁸ Se 18 kap. 1 § RB.

⁹⁹ Situationen är dock inte unik. Som exempel kan nämnas att en dödsbodeläggare som önskar klandra ett arvskifte som förrättats av en skiftesman har att väcka talan mot samtliga övriga dödsbodeläggare, se 23 kap. 5 § ÄB med vidare hänvisningar (se även NJA 1981 s. 548). Talan väcks med andra ord inte mot den association som dödsboet utgör. Ett annat exempel som kan lyftas fram är klander av skiljedom. En part i ett skiljeförfarande som önskar klandra en skiljedom har enligt 34 § LSF att väcka talan mot samtliga parter i den aktuella skiljedomen. Talan väcks alltså inte mot den partsassociation som genom skiljeavtalet tillskapas mellan skiljeparterna (ang. förekomsten av en partsassociation, jfr Lindskog, Skiljeförfarande (13 maj 2016, Zeteo), Skiljeavtalet, Avsnittsinledning till 1–6 §§, Allmänna anmärkningar, punkten 1.2.3) eller skiljenämnden, utan mot var och en av motparterna i skiljemålet.

problem i en fordringshavarmöteskontext, vilket följer av att legitimiteten i majoritetsbeslutsfattandet bl.a. är avhängig av att riktigheten i de beslut som fattas kan kontrolleras samt att denna kontroll också är effektiv.¹⁰⁰ Och mot bakgrund av vad som beskrivits ovan kan det sättas frågetecken kring just kontrolleffektiviteten.

Det nu nämnda innebär att det under vissa förhållanden kan vara rationellt för en sådan obligationsinnehavare som menar att ett visst beslut är oförbindande att avstå från att väcka en talan gällande beslutets giltighet. För att inte i onödan bära några rättegångskostnadsrisker eller ägna resurser åt att identifiera motparter m.m., kan nämligen en obligationsinnehavare i sådana fall där fordringshavarmötet överskridit sin beslutskompetens luta sig tillbaka och avvakta att någon annan (t.ex. emittenten, obligationslåneagenten eller någon obligationsinnehavare) i samband med beslutsverkställigheten väcker talan i syfte att förplikta den passive obligationsinnehavaren att rätta sig efter det beslut som fordringshavarmötet fattat. En obligationsinnehavare som önskar sätta ett beslut av nu nämnt slag i fråga, kan m.a.o. göra så såväl i egenskap av käreande i en fastställsetalan av nullitetstyp som i egenskap av svarande i en fastställsetal- eller fullgörelsetalan genom att framställa en invändning härom inom ramen för processen.¹⁰¹

¹⁰⁰ Jfr Peczenik, a.a., s. 49.

¹⁰¹ En reservation är dock på sin plats i detta sammanhang. Det kan nämligen tänkas att en obligationsinnehavares underlåtenhet att agera mot ett beslut som denne av någon anledning menar är oförbindande under vissa förhållanden kan medföra passivitetsrättsverkan, med åtföljd att beslutet blir avtalsrättsligt bindande för obligationsinnehavaren i fråga (jfr Nial och Hemström, Om handelsbolag och enkla bolag, 4 uppl., 2008, s. 128). Sådan passivitetsverkan torde dock endast kunna komma i fråga i undantagsfall. Huvudregeln i svensk rätt är trots allt att den som tiger still inte ska bli bunden av ett avtal som denne inte samtyckt till (se Grönfors och Dotevall, Avtalslagen (23 juni 2016, Zetee), kommentaren till 1 kap. 8 §). Som Adlercreutz m.fl. uttalat så har HD också "varit försiktig med att tillmäta underlåtenhet att reklamera avtalsverkan" (se Adlercreutz m.fl., Avtalsrätt I, 14 uppl., 2016, s. 122). I detta sammanhang bör även NJA 2018 s. 171 uppmärksammas. I rättsfallet, som gällde om en hyresvärd till följd av passivitet hade förlorat sin rätt att kräva omsättningshyra, uttalar HD särskilt att "[f]ör att en parts passivitet ska få den följd att ett befintligt avtal anses ändrat måste passiviteten typiskt sett kunna ges verkan som en viljeförklaring." Vidare uttalar HD att "[f]ör att passiviteten ska kunna uppfattas som en bindande viljeförklaring krävs som huvudregel att den passiva avtalsparten har varit medveten om att avtalstillämpningen avvikit från vad som ursprungligen avtalats." HD:s uttalande stöder slutsatsen att det endast är i undantagssituationer som en parts passivitet kan få till följd att ett befintligt avtal anses ändrat. – Till detta kommer att en obligationsinnehavare som vägrar att medverka till t.ex. ett värdepappersbyte som beslutats vid ett visst fordringshavarmöte men där beslutet i fråga är behäftat med någon felaktighet, som huvudregel inte kan bli bunden av det aktuella beslutet eller några ändrade obligationslånevillkor genom passivitet. Detsamma gäller för en obligationsinnehavare som efter ett fordringshavarmöte där t.ex. räntesatsen kommit att ändras genom ett majoritetsbeslut och där beslutet i fråga är behäftat med något slags felaktighet kräver ränta i enlighet med obligationslånets ursprungsvillkor. Inte i något av dessa exempel har nämligen obligationsinnehavaren förhållit sig passiv på ett sätt

Vad beträffar frågan om fordringshavarmötets beslut kan indelas i klanderbara beslut respektive nulliteter samt om den förstnämnda beslutskategorin i så fall är föremål för en klanderfrist, så talar såväl praktiska skäl som nyttan av rättslikhet mellan samverkansformer som bygger på i grunden liknande eller gemensamma värderingar för en analog tillämpning av 7 kap. 51 § ABL respektive 6 kap. 48 § FL på fordringshavarmötets beslut. En sådan analogi är emellertid inte självklar.

För det första innehåller inte BL någon motsvarighet till de ovan nämnda lagrummen i ABL respektive FL. Inte heller SjöL:s bestämmelser om partrederi eller MineralL:s bestämmelser om s.k. gruvbolag innehåller några motsvarande bestämmelser.¹⁰² Det finns med andra ord i vart fall fem associationsformer där lagstiftningen antingen föreskriver eller tillåter ett medlemsinflytande som bygger på majoritetsbeslutsfattande och där indelningen i klanderbara beslut och nulliteter inte äger tillämpning.¹⁰³ Dessa associationsformer uppvisar dessutom genom sin huvudsakligen avtalsbaserade grundkonstruktion en större likhet med obligationsinnehavarnas samverkan enligt Fondhandlarvillkoren än vad som är fallet för sådan samverkan som sker inom ramen för aktiebolag och ekonomiska föreningar.

För det andra får det mot bakgrund av vad som anges i 11 kap. 2 § RF och vad som där anges om att bestämmelser om rättegången ska framgå av lag, anses som tveksamt om en viss i speciallagstiftning anvisad taleform kan komma till användning analogt på ett område som faller utanför det lagreglerade. HD och Svea hovrätt har förvisso besvarat frågan jakande i NJA 1987 s. 394 och RH 2012:33 med avseende på ideella föreningar, men för samtliga övriga fall där en klandertalan kan komma i fråga är taleformen särskilt reglerad i lag. Någon mer omfattande analys till stöd för sina respektive ståndpunkter anför inte HD eller hovrätten i de båda nu nämnda målen, utan de båda domstolarna nöjer sig med att konstatera att en klandertalan är möjlig enligt "allmänna rättsprinciper". Hur dessa rättsprinciper vaskats fram tiger dock de båda rättsfallen still om. Till detta kommer att HD inte nämner någonting om de angripbara besluten på de ideella föreningarnas område ska delas in i klanderbara beslut respektive nulliteter. Inte heller nämner HD något om förekomsten av en eventuell

som kan medföra rättsverkan. Tvärtom har denne gett uttryck – om än indirekt – för sin syn på majoritetsbeslutets (o)giltighet och dess avsaknad av rättsverkningar. – Angående processuell passivitets-/preklusionsverkan i rättspraxis, se RH 2012:33. I nämnda mål hade det förflutit mer än sex år mellan beslutet på en årsstämma i en ideell förening och väckandet av klandertalan mot detsamma, vilket enligt hovrätten var så lång tid att rätten att föra klandertalan gått förlorad. Se vidare nedan i löptexten för en kritisk analys av resonemanget i nämnda rättsfall.

¹⁰² Jfr 5 kap. SjöL och 12 kap. MineralL.

¹⁰³ De tre associationsformerna i BL är handelsbolaget, kommanditbolaget och det enkla bolaget.

klanderfrist som den som önskar angripa ett visst stämmobeslut har att iaktta. Avsaknaden av uttalanden i nu aktuella avseenden medför att det får anses oklart på vilket sätt HD menar att den klandertalan som fördes i målet och som enligt HD hämtade sitt innehåll från allmänna rättsprinciper skiljer sig från en sådan negativ fastställsetalan som hämtar sitt innehåll från 13 kap. 2 § RB. Såvitt jag kan bedöma föreligger med undantag för terminologin ingen skillnad alls.

Vad beträffar hovrättsfallet så tiger även det still vad beträffar en eventuell indelning i klanderbara beslut respektive sådana beslut som utgör nulliteter. Däremot gör hovrätten ett antal uttalanden med bäring på förekomsten av en klanderfrist. Hovrätten uttalar nämligen med hänvisning till Johansson och Nial att den i ABL och FL angivna klanderfristen om tre månader inte kan tillämpas analogt på beslut i ideella föreningar. Däremot anger hovrätten, återigen med hänvisning till Johansson och Nial, att "[e]n längre tids underlåtenhet att klandra ett årsmötesbeslut i en ideell förening bör [...] kunna medföra att *möjligheten till klandertalan går förlorad* [min kurs.] [...]". Konsekvensen av detta i passivitetstermer klädda resonemang, är att Svea hovrätt synes vara av uppfattningen att det existerar någon form av oskriven klanderfrist av oklar längd som den som önskar angripa ett beslut som fattats på en medlemsstämma i en ideell förening har att iaktta för att inte förlora sin talerätt. Från ett praktiskt perspektiv har ett dylikt synsätt inte obetydliga förtjänster eftersom det bidrar till att giltigheten av ett visst beslut inte kan hållas svävande under alltför lång tid. För egen del ställer jag mig emellertid tveksam till riktigheten i hovrättens resonemang. Skälet till det är att rätten till rättegång är en synnerligen tungt vägande princip i en rättsstat, varför förekomsten av ett rättegånghinder av det slag som hovrätten gör gällande (dvs. något slags processuell preklusionsfrist) bör ha stöd i lag för att äga giltighet. Något som om inte annat får anses följa av det ovan redovisade grundlagsstadgandet.

För det tredje kan de nu nämnda bestämmelserna i ABL respektive FL sägas inskränka obligationsinnehavarnas rättsliga möjligheter att angripa beslut som de av den ena eller andra anledningen anser som felaktiga. Det är sålunda fråga om en typ av inskränkningar som i avsaknad av lagstöd borde komma till uttryck i det avtalsdokument som reglerar obligationsinnehavarnas mellanhavanden för att vara gällande. Det är också en typ av inskränkningar som får anses som främmande att tolka in som underförstådda avtalsvillkor eller uppfatta som ett utfall av något slags lojalitetsplikt som fyller ut de villkor som i övrigt reglerar obligationsinnehavarnas samverkan. Det sistnämnda gör sig särskilt gällande mot bakgrund av den ovan nämnda principen om rätten till rättegång och vikten av nämnda princip för den enskilde.

Om det nu nämnda är riktigt skulle det i så fall innebära att den indelning i klanderbara beslut respektive nulliteter som följer av ABL respektive FL

saknar motsvarighet i en fordringshavarmöteskontext. Detta skulle i sin tur innebära att möjligheten att föra en negativ fastställelsetalan enligt 13 kap. 2 § RB är det rättsmedel som finns att tillgå för den som önskar angripa giltigheten av ett beslut som fattats vid ett fordringshavarmöte. Det skulle vidare innebära dels att den obligationsinnehavare som önskar angripa ett beslut som fattats vid fordringshavarmötet inte har någon klanderfrist att förhålla sig till, dels att alla beslut som i formellt eller materiellt hänseende är behäftade med någon felaktighet i princip kan komma att drabbas av ogiltighetsverkan.¹⁰⁴ Detta synsätt vinner för övrigt visst stöd av uttalanden som gjorts av Nial och Hemström i den juridiska litteraturen.¹⁰⁵

Med detta sagt måste det dock kunna antas att obligationsinnehavare i allmänhet önskar att deras samverkan ska vara välfungerande och effektiv. En ordning som tillåter att det t.ex. förs en negativ fastställelsetalan enligt 13 kap. 2 § RB mot sådana beslut som i enlighet med de ovan redovisade lagrummen i ABL och FL är att klassificera som klanderbara, skulle riskera att få till följd att obligationsinnehavarna under en tidsperiod som ingen med säkerhet kan veta hur lång den är skulle tvingas leva i limbo vad beträffar giltigheten av de beslut som fattas. Detsamma gäller för övrigt för emittenten som också påverkas av fordringshavarmötets beslut. En dylik ordning skulle dessutom riskera att öppna upp dörren för minoritetsmissbruk. Det är t.ex. inte otänkbart att en missnöjd obligationsinnehavare som istället för det beslut som fattades vid fordringshavarmötet hellre sett att en finansiellt svag emittent försattes i konkurs, angriper det fattade beslutet genom en fastställelsetalan i kombination med en inhiberande säkerhetsåtgärd enligt 15 kap. 3 § RB i enda syfte att förhålla beslutsverkställigheten (t.ex. en skuldreduktion genom ett underhandsackord). Syftet bakom ett sådant förfarande är givetvis att emittenten under processens gång ska tvingas ansöka om konkurs (vilket kan bli följden om t.ex. en förväntad skuldnedskrivning uteblir i ett redan finansiellt ansträngt läge). Till detta kommer att en rättslig ordning som tillåter att mindre formaliafel kan få till följd att rationella och ändamålsenliga majoritetsbeslut förklaras oförbindande eller vars giltighet kan hållas svävande under inte obetydlig tid, kan komma att återverka negativt på förtroendet för samverkansformen som sådan. Därtill kan osäkerheter vad beträffar ett majoritetsbesluts bindande verkan även antas påverka omsättningen av en obligation på räntemarknaden på ett negativt sätt, vilket i sig är något som bör undvikas

¹⁰⁴ Se dock ovan under avsnitt 3.3, där jag gör gällande att procedurella fel endast medför ogiltighet i sådana fall där felet kan antas ha inverkat på beslutsfrågans utgång.

¹⁰⁵ Jfr Nial och Johansson, a.a., s. 179 och Nial och Hemström, Om handelsbolag och enkla bolag, 4 uppl., 2008, s. 127 f. Notera dock att nu nämnda författare i enlighet med vad som angavs i löptexten gör gällande att den som vill angripa ett visst beslut måste göra detta inom rimlig tid för att inte förlora sin rätt. Något som sålunda skulle kunna lindra i vart fall en del av den ovisshet som följer av avsaknaden av en klanderfrist.

eftersom en fungerande och likvid obligationsmarknad har ett egenvärde i sig i en marknadsekonomi. Det måste också framhållas att de beslut som fordringshavarmötet fattar många gånger har betydande påverkan på såväl emittentens som de enskilda obligationsinnehavarnas finansiella ställning, vilket i sig är ett skäl att hålla nere antalet osäkerhetsfaktorer som direkt eller indirekt inverkar på ett visst besluts bindande verkan.

Sammantaget nedför det ovan nämnda att förekomsten av en klander- respektive nullitetstalan i kombination med en begränsning i tiden vad beträffar rätten att föra en klandertalan är av stor betydelse för såväl legitimiteten i de beslut som fattas vid ett fordringshavarmöte som ett fordringshavarmötes rätta funktion. Mot bakgrund härav är det frestande att ge det avtalsdokument eller den utfyllande rätt som reglerar obligationsinnehavarnas samverkan ett innehåll som i fråga om klander/nullitetsverkan gäller enligt de associationsrättsliga lagar som kan antas ha tjänat som modell vid utformningen av obligationsinnehavarnas beslutsordning, dvs. 7 kap. 51 § ABL respektive 6 kap. 48 § FL. Inte minst majoritets- och beslutseffektivitetsintresset talar härför. En dylik ståndpunkt är därtill rimlig mot bakgrund av behovet av en fungerande obligationsmarknad till gagn för kreditväsendet.

Som angetts ovan går det emellertid inte att bortse från att obligationsinnehavarnas samverkan, så som den kommer till uttryck i Fondhandlarvillkoren, bygger på en i grunden enklare avtalsbaserad struktur som skiljer sig från den avancerade lagreglerade struktur som utmärker aktiebolaget och den ekonomiska föreningen, varför det riskerar att föra för långt att låta de nu nämnda bestämmelserna i ABL och FL tillämpas analogt på fordringshavarmötets beslut. Detta särskilt som det finns ett flertal associationsformer där lagstiftarens utgångspunkt är att parternas avtal är det dokument som ska ange de huvudsakliga formerna för samverkan och att en klanderreglering av ABL-/FL-snitt endast äger tillämpning om parterna träffat en särskild överenskommelse härom. Till detta kommer att den begränsade rättspraxis som finns och som redovisats ovan inte heller ger vid handen att det skulle vara möjligt att tillämpa de ovan nämnda bestämmelserna i ABL respektive FL analogt.

Klart är dock att ett antal mer eller mindre starka ändamålsskäl talar för att en reglering motsvarande vad som gäller för klander av stämmobeslut enligt ABL och FL bör äga tillämpning även i en fordringshavarmöteskontext. Lika klart är emellertid att ett minst lika stort antal rättssystematiska och juridisk-tekniska skäl talar för motsatsen. Och mot bakgrund härav är det som jag ser det inte möjligt att med bestämdhet uttala sig om rättsläget *de lege lata* i nu aktuellt avseende. Men med detta sagt får dock vågskålen anses ha ordentlig slagsida mot ett rättsläge där 7 kap. 51 § ABL respektive 6 kap. 48 § FL *inte* äger analog tillämpning på de beslut som fattats vid ett fordringshavarmöte som avhållits i enlighet med Fondhandlarvillkoren.

3.5 Ett splittrat och obestämt minoritetsskydd

De ovan uppräknade minoritetsrättigheterna skapar en rättighetssköld kring den enskilde obligationsinnehavaren innanför vilken denne dels är fredad från majoritetens maktutövning, dels getts en möjlighet att kontrollera densamma. Och skulle denna "rättighetskatalog" genom lagstiftning, rättspraxis eller avtal komma att göras mer omfattande eller mer inskränkt, blir den enskilde obligationsinnehavarens utrymme innanför minoritetsrättighetsskölden i motsvarande grad större eller mindre.

Till skillnad från vad som är fallet för det konstitutionella och kommunala minoritetsskyddet samt det lagreglerade associationsrättsliga minoritetsskyddet, är emellertid de normer som utgör grunden för det individuella minoritetsskyddet inom ramen för ett obligationslån svåröverskådliga i den bemärkelsen att de inte finns samlade på ett och samma ställe och att de med något enstaka undantag inte heller kommer till uttryck i preciserade lagstadganden. Därtill är minoritetskyddsreglerna oklara i den bemärkelsen att det är svårt att med bestämdhet slå fast de yttre gränserna för majoritetens maktutövning. Så är ju t.ex. fallet för sådana beslut som kan komma att träffas av någon av ogiltighetsreglerna i 33 och 36 §§ AvtL, där rekvisitet "tro och heder" i 33 § samt oskälighetsrekvisitet i 36 § med rätta kan beskrivas som konturlösa och obestämda till sin natur. Detsamma gäller för den närmare innebörden av det förlustbegränsningssyfte som översiktligt beskrivits ovan.

Till detta kommer att olika obligationsinnehavare skulle kunna tänkas ha olika utrymme innanför den ovan nämnda minoritetsrättighetsskölden. Som exempel kan nämnas att vad som är oskäligt för en investerare som är att klassificera som icke-professionell enligt 8 kap. 15 § VPML inte nödvändigtvis är detsamma som för en investerare som är att klassificera som professionell eller jämbördig part enligt samma lag.¹⁰⁶ Innebär då detta att ett visst besluts giltighet är avhängigt av vem som angriper detsamma, dvs. är beslutet oskäligt i förhållande till en obligationsinnehavargruppering men inte en annan? Svaret på den frågan bör som jag ser det i princip vara nekande. Oaktat hur det förhåller sig med riktigheten i detta synsätt utgör det sistnämnda exempel på ytterligare ett sådant förhållande som gör att minoritetsskyddet på det nu aktuella området framstår som splittrat och obestämt till sin karaktär.

Sammanfattningsvis är det sålunda möjligt att konstatera att även om de enskilda obligationsinnehavarna har ett visst utrymme inom vilket majo-

¹⁰⁶ I det följebrev som finns framtaget för att ge en allmän bakgrund till arbetet med Fondhandlarvillkoren anges att "arbetet har riktats in på icke kommersiella (mekaniska) villkor i emissioner med hög risk som är riktade till *professionella investerare* [min kurs.]", se http://www.fondhandlarna.se/files/3614/4793/8723/2015-10-01_Fljebrev_harmoniserade_obligationsvillkor.pdf.

ritetsprincipen inte äger tillämpning, så råder det en inte obetydlig rättslig osäkerhet vad beträffar den faktiska omfattningen av detta område. En annan brist som bör uppmärksammas är att det kan anses tveksamt om den beslutsöverprövningsrätt som tillkommer enskilda obligationsinnehavare verkligen är ett effektivt rättsmedel. Detta mot bakgrund av de risker och svårigheter som lyfts fram i föregående avsnitt och som nämnda rätt är förknippad med.

4. Obligationsinnehavargrupperns minoritetsskydd

Obligationsinnehavare kan sinsemellan ha olika intressen och göra olika bedömningar om framtiden. Inom ramen för ett obligationslån innebär detta att i den mån ett visst antal obligationsinnehavare delar samma intresse utan att för den sakens skull utgöra en majoritet, så föreligger en minoritetsfalang. De obligationsinnehavare som ingår i en sådan falang har givetvis samma minoritetsrättigheter som tillkommer de enskilda obligationsinnehavarna och som redovisades i föregående avsnitt. Frågan är emellertid om det i tillägg härtill finns särskilda minoritetsrättigheter som tillkommer en falang men inte en enskild obligationsinnehavare. En analys av Fondhandlarvillkoren ger härvid vid handen att villkoren på en och samma gång innehåller bestämmelser som ger uttryck för en såväl fientlig som vänlig inställning mot detta slag av kollektiva minoriteter.

Vad beträffar den fientliga delen så är udden härvid främst riktad mot mindre minoriteter som befinner sig i intervallet 1–9,9 procent av justerat nominellt lånebelopp under obligationslånet.¹⁰⁷ Något som framgår av inte minst punkten 17.2 i Fondhandlarvillkoren, vari anges att det krävs att en minoritet uppgående till en tiondel av justerat nominellt lånebelopp ställer sig bakom en begäran om ett fordringshavarmöte för att obligationslåneagenten enligt punkten 18.1 i samma villkor ska vara skyldig att sammankalla ett sådant möte. Till detta kommer att en minoritetsgrupp av motsvarande storlek enligt punkten 21.4.3 i Fondhandlarvillkoren genom en framställning till emittenten kan begära att ett fordringshavarmöte sammankallas för att fatta beslut om att ersätta obligationslåneagenten. Bestämmelserna fungerar härvid som en barriär genom att de förhindrar obligationsinnehavarfalanger i intervallet 1–9,9 procent av justerat nominellt lånebelopp

¹⁰⁷ Med justerat nominellt lånebelopp avses det totala nominella obligationslånebeloppet med avdrag för ett belopp motsvarande det nominella värdet på sådana obligationer som innehas av emittenten eller av vissa av denne närstående personer, se definitionen av Adjusted Nominal Amount i Fondhandlarvillkoren.

att komma i kontakt med andra obligationsinnehavare och torgföra sina ståndpunkter på en obligationsinnehavargemensam arena.¹⁰⁸

För minoritetsfalanger i storleksordningen 10–50 procent av justerat nominellt lånebelopp är dock förhållandena väsentligen annorlunda.

En minoritet om endera 25 eller 50 procent (Fondhandlarvillkoren innehåller här en valmöjlighet) har enligt punkten 14.1 i Fondhandlarvillkoren möjlighet att instruera obligationslåneagenten att säga upp obligationslånet till betalning i förtid vid betalningsförsummelse och vissa andra villkorsbrott från emittentens sida.¹⁰⁹

En minoritet om minst tio procent av justerat nominellt lånebelopp har vidare möjlighet att få ett fordringshavarmöte sammankallat i enlighet med den ovan nämnda punkten 17.2 i Fondhandlarvillkoren. För det fall gruppen i fråga också utgörs av obligationsinnehavare vars fordringar överstiger 25 procent av det justerade nominella lånebelopp som är representerat vid ett visst fordringshavarmöte, har de i tillägg också makt att i vissa specialfall förkasta beslutsförslag som innebär en ändring av ett obligationslåns grundfundament. Som exempel kan nämnas¹¹⁰:

"17.7 The following matters shall require the consent of Noteholders representing at least seventy-five (75) per cent. of the Adjusted Nominal Amount for which Noteholders are voting at a Noteholders' Meeting or for which Noteholders reply in a Written Procedure in accordance with the instructions given pursuant to Clause 19.2:

- a) the issue of any Subsequent Notes / Notes after the Issue Date], [if the total nominal amount of the Notes exceeds, or if such issue would cause the total nominal amount of the Notes to at any time exceed, [EUR/SEK] [amount]] (for the avoidance of doubt, for which consent shall be required at each occasion such [Subsequent] Notes are issued);]
- b) a change to the terms of any of Clause 2.1, and Clauses 2.5 to 2.7;
- c) [a reduction of the premium payable upon the redemption or repurchase of any Note pursuant to Clause 10 (Redemption and repurchase of the Notes);]
- d) a change to the Interest Rate or the Nominal Amount [(other than as a result of an application of Clause 10.4 ([Voluntary/Mandatory] partial redemption))];]
- e) a change to the terms for the distribution of proceeds set out in Clause 15 (Distribution of proceeds);]
- f) a change to the terms dealing with the requirements for Noteholders' consent set out in this Clause 17;

¹⁰⁸ En dylik obligationsinnehavarminoritet är hänvisad till förfarandet i punkten 12.3 i Fondhandlarvillkoren för att komma i kontakt med andra obligationsinnehavare, dvs. det något omständliga förfarandet att på egen bekostnad skicka information via agenten.

¹⁰⁹ I en förklarande fotnot till bestämmelsen anges att en lägre tröskel är att föredra i en större emission och där obligationslånevillkoren inte innehåller några finansiella åtaganden och även i övrigt endast ett begränsat antal kovenanter, medan den högre tröskeln kan vara att föredra i det motsatta fallet.

¹¹⁰ De förklarande fotnoter som mallklausulerna innehåller har här tagits bort för att inte röra till den notapparatur som används i artikeln. De hakparenteser som återfinns i mallklausulerna och där villkorsförfattaren önskar markera för brukaren av villkoren att denne har ett val att göra har dock fått stå kvar orörda.

- g) a change of issuer, an extension of the tenor of the Notes or any delay of the due date for payment of any principal or interest on the Notes;
- h) [a release of the Transaction Security[, except in accordance with the terms of the Security Documents];]
- i) a mandatory exchange of the Notes for other securities;
- j) [other matters]; and
- k) early redemption of the Notes, other than upon an acceleration of the Notes pursuant to Clause 14 (*Acceleration of the Notes*) or as otherwise permitted or required by these Terms and Conditions.

[...]

17.9 Quorum at a Noteholders' Meeting or in respect of a Written Procedure only exists if a Noteholder (or Noteholders) representing at least fifty (50) per cent. of the Adjusted Nominal Amount in case of a matter pursuant to Clause 17.7, and otherwise twenty (20) per cent. of the Adjusted Nominal Amount:

- a) if at a Noteholders' Meeting, attend the meeting in person or by telephone conference (or appear through duly authorised representatives); or
- b) if in respect of a Written Procedure, reply to the request.

If a quorum exists for some but not all of the matters to be dealt with at a Noteholders' Meeting or by a Written Procedure, decisions may be taken in the matters for which a quorum exists.”

Punkten 17.7 i Fondhandlarvillkoren innebär att en obligationsinnehavarmajoritet som önskar genomföra en villkorsändring av det slag som anges i bestämmelsen måste ha stöd av obligationsinnehavare som representerar minst 75 procent av det justerade nominella lånebelopp som är representerat vid fordringshavarmötet i fråga. Detta sammantaget med quorumkravet om 50 procent av justerat nominellt lånebelopp i punkten 17.9 i Fondhandlarvillkoren borgar sålunda för en förhållandevis hög grad av acceptans för fordringshavarmötets beslut i sådana frågor som är grundläggande för en potentiell obligationsinnehavares vilja att investera i obligationslånet.¹¹¹ För att obligationen som värdepapper ska framstå som ett attraktivt investeringsobjekt är det också naturligt att det ställs förhållandevis stränga krav när det är fråga om ändring av sådana grundläggande villkor som återbetalningsdag, majoritetsbeslutsfattande, slag av värdepapper, etc., jämfört med andra för obligationslånet gällande villkor.

Sammanfattningsvis kan sålunda konstateras att Fondhandlarvillkoren i de i punkten 17.7 särskilt angivna fallen ger ett visst skydd för minoritetsfalanger som förfäktar uppfattningen att *status quo* även fortsättningsvis ska gälla under obligationslånet. Med förbehåll för vad som angavs i föregående avsnitt gäller dock majoritetsprincipen i övriga fall oinskränkt.¹¹² Det ligger

¹¹¹ Notera också punkten 17.10 i Fondhandlarvillkoren som anger att för det fall quorumkravet i punkten 17.9 i Fondhandlarvillkoren inte uppfylls vid ett visst fordringshavarmöte och de som sammankallat mötet trots allt önskar driva den eller de frågor som mötet skulle behandla vidare, kan de sammankalla ett nytt fordringshavarmöte och vid detta möte är eventuellt beslutsfattande inte längre underkastat något quorumkrav.

¹¹² Se punkten 17.8 i Fondhandlarvillkoren.

därmed nära till hands att anta att aktörerna på räntemarknaden har ett förhållandevis stort förtroende för att den majoritetsbestämda beslutsproceduren ska fungera på ett rationellt sätt. En viss garant för detta är att de ovan redovisade majoritetströsklarna är knutna till den enskilde obligationsinnehavarens kapitalinsats och därmed i förlängningen de enskilda obligationsinnehavarnas risktagande. Detta riskelement saknas normalt vid sådan maktutövning som sker inom ramen för en demokratiskt styrd nationalstat eller kommun. För dessa samverkansformer är majoritetströsklarna i regel enbart knutna till person. Det finns därmed ett element inom ramen för obligationslånet som i tillägg till övriga minoritetsrättigheter kan antas bidra till att makten över samverkansformen utövas mot bakgrund av vad som är bäst för samverkansformen snarare än de enskilda obligationsinnehavarna.¹¹³ Till detta kommer att det s.k. aggregeringsproblemet inte är lika accentuerat under ett obligationslån som i samband med en företagsrekonstruktion eller konkurs, där borgenärsheterogeniteten i regel är mer framträdande och de potentiella intressekonflikterna sålunda är fler. Den större borgenärshomogeniteten under ett obligationslån erbjuder sålunda i sig ett visst skydd mot olika former av majoritetsmissbruk.¹¹⁴ Med detta sagt torde dock de främsta garanterna för en rationell maktutövning från majoritetens sida vara dels den likhets-/likabehandlingsförpliktelse, dels den omsorgsförpliktelse genom vilken förlustbegränsningssyftet kommer till uttryck och som samtliga obligationsinnehavare har att förhålla sig till i samband med mellanhavanden under obligationslånet.

5. Slutord

Som framgått av det föregående lämnar inte Fondhandlarvillkoren minoriteten i sticket. Tvärtom innehåller villkoren i kombination med den utfyllande rätten på området ett förhållandevis välutvecklat minoritetsskydd. Med detta sagt är det emellertid inte möjligt att blunda för det förhållandet att minoritetsskyddsreglerna framstår som splittrade och i vissa avseenden som obestämda på det nu aktuella området. Det finns sålunda goda skäl att överväga om inte reglerna borde systematiseras och förtydligas i väsentliga avseenden. Den enda framkomliga vägen torde i så fall vara lagstiftning. Ett dylikt arbete ska dock vägas mot det förhållandet att rättspraxis mig veterligt helt saknas med avseende på sådant majoritetsbeslutsfattande som sker

¹¹³ Jfr Nial, Minoritetsskydd i aktiebolag, SvJT 1941 s. 702 (s. 705).

¹¹⁴ Jfr Dahl, a.a., s. 161. Dahls resonemang gällande homogenitetens betydelse tar förvisso sikte på maktutövning inom ramen för en nationalstat. Resonemanget är emellertid så pass generellt att de slutsatser han drar får anses äga tillämpning även i en fordringshavarmöteskontext.

inom ramen för ett obligationslån. Något som möjligen skulle kunna vara att förstå som så att den befintliga regleringen har en sådan handlingsdirigerande effekt att det inte finns något behov av särskild lagstiftning. Oavsett hur det förhåller sig med riktigheten i det sistnämnda kan konstateras att det fordringsrättsliga minoritetsskyddet förtjänar rättsvetenskapens fortsatta uppmärksamhet.

