

Prioritet på obligationsmarknaden*

Vad betyder det att en obligation är senior, junior eller subordinerad? Förslag till analys med så kallade AT1-obligationer som illustration.

SARA GÖTHLIN**

1. Inledning

En fordrans *prioritet* säger något om dess status i förhållande till andra fordringar hos samma emittent, och aktualiseras särskilt vid obestånd. Det övergripande temat för föreliggande antologi är som bekant reglering avseende marknaden för företagsobligationer. Så hur passar frågan om prioritet in i denna diskussion?

Ett första syfte med detta kapitel är att belysa vissa teoretiska utmaningar som uppstår i skärningspunkten mellan EU-rättslig reglering av finansmarknaden och nationell civil- och insolvensrätt. Regleringen av finansmarknaden handlar på ett övergripande plan om att implementera normer som ger rätt incitament, och som därigenom bidrar till effektivitet och stabilitet. För att uppnå målet med regleringen behöver hela den rättsliga och ekonomiska miljö beaktas, som omger de aktörer som reglerna är tänkta att påverka.

Kapitlets andra syfte är att visa olika sätt på vilka obeståndsrätten påverkar rättsliga bedömningar när vi talar om obligationsmarknaden, eftersom obligationer typiskt sett finns på skuldsidan i emittentens balansräkning. För att

* Har tidigare publicerats i boken *Regelfrågor på den svenska företagsobligationsmarknaden*, Jure Förlag, Stockholm, 2024.

** Jur. Dr, verksam vid Stockholm Centre for Commercial Law (SCCL) vid Stockholms universitet. En engelsk version av kapitlet har tidigare publicerats i *Nordisk Tidsskrift for Selskabsret* Nr 4 2023. Rangordning av fordringar är ämnet för min avhandling *Prioritet och avtal – intercreditoravtal i svensk rätt, särskilt vid insolvens*, Jure (2023) samt – vad avser värdepapperisering – S Göthlin, *Tranching of Debt as Legal Construction* (15 juni 2021). European Banking Institute Working Paper Series 2021 – No 99, SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3877489>. Ett särskilt tack till Dan Hanqvist, Sjur Swensen Ellingsæter och Erik Lidman för diskussion och synpunkter.

investerare ska kunna beräkna sin kreditrisk – och alltså vilken avkastning eller vilket pris som ska krävas – behövs viss grundläggande information om en fordrans prioritet vid insolvens. Kreditriskkomponenten *förlusten vid fallissemang*, som analyseras bland annat i ratingprocessen och i utformningen av obligationsvillkor, står i starkt samband med obeståndsrättsliga regler.

Prioritet avseende fordringar hos en emittent kommuniceras vanligen i kommersiella sammanhang genom beteckningar som *senior*, *junior*, *subordinerad* eller *efterställd*. Ett uttalande om prioritet som görs i samband med en obligations utgivning avgör dock inte i sig obligationsinnehavarnas ställning vid emittentens insolvens. Det ger inte heller någon fullständig information om behandlingen av sådana fordringar i en rekonstruktions- eller resolutionsprocess. Svaret måste i stället sökas i den förmånsrättsordning som gäller i emittentens jurisdiktion i kombination med hur avtalen är skrivna.

Tillgången till korrekt information om ett visst finansiellt instrument är en förutsättning för marknadseffektivitet, inte minst eftersom den gör det möjligt för investerare att prissätta risker på ett adekvat sätt. Det är alltså av fundamentalt intresse för obligationsmarknadens funktion att den förmånsrätt eller rangordning som är knuten till ett visst skuldinstrument är väl känd.

För att illustrera analysen av prioritet på obligationsmarknaden med ett konkret exempel har jag i detta kapitel försökt besvara frågan om relationen mellan *Additional Tier 1* eller AT1-obligationer och aktiekapital. Kapitlet intar ett svenskt och EU-rättsligt perspektiv.

Uppsatsen är disponerad enligt följande. Först ges en kort bakgrund till de nedskrivningar som drabbade innehavare av AT1-obligationer i Credit Suisse under våren 2023, som jag har valt som exempel för de bredare frågorna om prioritet och kreditrisk. I bakgrunden lämnas också en introduktion till de frågor om finansiell reglering och insolvensrätt som kommer att aktualiseras i analysen. Därefter behandlas AT1-obligationers status mot bakgrund av tre olika scenarier där obligationerna får absorbera förluster, nämligen en överträdelse av kapitaltäckningskravet, en händelse som medför bristande bärkraftighet och likvidation på grund av insolvens. Avslutningsvis lämnas några sammanfattande kommentarer.

2. Bakgrund

2.1 Nedskrivningen av Credit Suisse AT1-obligationer – händelser i korthet

Under helgen den 17–19 mars 2023 blev Credit Suisse föremål för ingripande av den schweiziska finansinspektionen (FINMA), vilket utmynnade i att UBS Group AG tog över banken. Credit Suisse, en världsomspännande och systemviktig bank, hade haft svårigheter under en längre tid. I mars 2023 förvärrades krisen av att tre amerikanska regionala banker gick omkull, och den turbulens som följde ledde bland annat till betydande uttag av insatta medel.¹

De akuta problem som drabbade banken tilläts inte leda till konkurs. Inte heller löstes de i enlighet med befintliga schweiziska resolutionsregler. Flera aspekter av myndigheternas ingripande har sedan dess debatterats. Den åtgärd som är av intresse här inskränker sig dock till FINMA:s nedskrivning av Credit Suisse AT1-obligationer, till ett belopp om cirka 16 miljarder CHF. Nedskrivningen möjliggjordes tekniskt sett av att Credit Suisse hade fått statligt stöd. Detta innebar en ”bärkraftighetshändelse” enligt obligationsvillkoren (eng. *viability event*).² Genom nedskrivningen förlorade AT1-innehavarna det nominella värdet av sina värdepapper och ökade bankens kärnprimärkapital med motsvarande belopp. Vid fusionen med UBS fick samtidigt aktieägarna i Credit Suisse en viss ersättning för sina aktier. Transaktionen har mot denna bakgrund beskrivits som ett brott mot allmänna

¹ Händelseförloppet och de åtgärder som vidtogs av FINMA beskrivs i P Bolton et al, *The Credit Suisse CoCo Wipeout: Facts, Misperceptions, and Lessons for Financial Regulation*, Journal of Applied Corporate Finance (Forthcoming), 12 maj 2023, liksom i J Paz Valbuena och H Eidenmüller, *Bailout Blues: the Write-Down of the AT1 Bonds in the Credit Suisse Bailout*, ECGI Law Working Paper N° 705/2023. Se även E Martino och T Vos, 6 april 2023, på <http://blogs.law.ox.ac.uk/oblb/blog-post/2023/04/credit-suisse-cocos-why-write-down-makes-sense> och R Benahmed, *Enhancing the credibility of the EU bail-in design: the example of the treatment of discretionary exclusions*, ACPR (Banque De France) *Working paper on resolution*, juli 2023 s. 13. Termen ”coco” eller villkorad konvertibel obligation används som en synonym till AT1-obligationer, när de är utformade för att ingå i primärkapitalet. Se t.ex. Avdjiev et al, *Cocos: A primer*. BIS Quarterly Review, september 2013.

² Jfr 8 kap. 2 § 1 st. 4 p. och 8 kap. 3 § lag (2015:1016) om resolution. Uttalande från den 19 mars 2023 återfinns på: <https://www.finma.ch/en/news/2023/03/20230319-mm-cs-ubs/.FINMA approves merger of UBS and Credit Suisse | FINMA>.

principer om rangordningen mellan aktiekapital och skulder. Förutom massiv kritik har förfarandet också lett till rättsliga åtgärder.³

I samband med krisen i Credit Suisse gjorde EU:s resolutionsnämnd (SRB), Europeiska Bankmyndigheten (EBA) och Europeiska Centralbanken (ECB) ett gemensamt uttalande om att AT1-obligationer som utfärdats i EU-länder inte kunde skrivas ned medan aktieägarna i en bank fick behålla något värde, vilket antydde att det kanske fanns någon unik funktion som hade gjort detta möjligt enligt schweizisk lag. Uttalandet innehöll följande (fritt översatt):

Det resolutionsramverk som i Europeiska unionen implementerar de reformer som rekommenderades av rådet för finansiell stabilitet (*Financial Stability Board*) efter finanskrisen har bland annat fastställt i vilken ordning aktieägare och fordringsägare i en krisdrabbad bank ska bära förluster.

I synnerhet är det de vanliga aktieinstrumenten som först absorberar förluster, och endast då de har använts fullt ut skulle övrigt primärkapital behöva skrivas ned. Detta tillvägagångssätt har konsekvent tillämpats i tidigare fall och kommer även fortsättningsvis att vägleda SRB och ECB:s banktillsyn i krisinterventioner.

Bank of England uttalade i samma riktning (fritt översatt):

Storbritanniens bankresolutionsram har en tydlig lagstadgad ordning för hur aktieägare och fordringsägare ska bära förluster i ett resolutions- eller insolvensscenario. Detta var den metod som användes vid den senaste resolutionen av SVB UK, där alla SVB UK:s övriga primära och supplementära kapitalinstrument (eng. *Additional Tier 1 (AT1) and T2 instruments*) skrevs ned i sin helhet och hela företagets egna kapital överfördes för ett nominellt belopp om 1 £.

AT1-instrumenten rangordnas före CET1 (kärnprimärkapital) och efter T2. Innehavare av sådana instrument bör förvänta sig att exponeras för förluster vid resolution eller insolvens i den ordning som följer av denna rangordning.⁴

³ M Danmark och D Lando, *Hybrid Bank Capital: The Economics of Uneconomic AT1 Calls*, 30 juni 2023. Se även E Perotti, *The Swiss authorities enforced a legitimate going concern conversion* | CEPR | CEPR, 22 mars 2023. Enligt H Miller, Bloomberg News den 4 maj 2023, hade 120 stämningar lämnats in till den schweiziska federala förvaltningsdomstolen den 2 maj, avseende 1 300 obligationsinnehavare (<https://www.bnnbloomberg.ca/swiss-hit-with-120-lawsuits-over-credit-suisse-at1-bond-wipeout-1.1915844>).

⁴ För de fullständiga uttalandena, se <https://www.srb.europa.eu/en/content/srb-eba-and-ecb-banking-supervision-statement-announcement-19-march-2023-swiss-authorities> och <https://www.bankofengland.co.uk/news/2023/march/boe-statement-uk-creditor-hierarchy>.

Budskapet från EU:s myndigheter var alltså att det är de vanliga aktieinstrumenten som absorberar förluster först, och endast efter att de har utnyttjats fullt ut kan det krävas att övrigt primärkapital skrivs ned. En sådan ordning förefaller emellertid vid en första anblick strida mot utformningen och syftet med AT1-obligationer, som ska kunna utnyttjas för att förbättra en banks egna kapital innan resolution eller insolvens blir aktuellt.

Hur är det då möjligt att en så central egenskap vid värderingen av ett värdepapper som dess prioritet, kan vara föremål för olika tolkningar? Kan argument om en obligationsinnehavares ställning i borgenärshierarkin förklaras av sammanhang och rättsområde?

I det följande undersöks den skillnad som verkar ha förelegat mellan obligationsvillkorens reglering av prioritet för AT1-obligationer och en uppfattning på marknaden avseende sådana fordringars status i förhållande till aktiekapital.⁵ De schweiziska instrument som träffades av nedskrivningen i Credit Suisse kommer dock inte att analyseras vidare. De särskilda omständigheterna kring Credit Suisse har diskuterats utförligt av andra.⁶ I stället ska jag försöka extrapolera från den situationen för att granska frågor av principiellt intresse sett från svenskt och EU-rättsligt perspektiv.⁷

2.2 Regler om kapitaltäckning

Som en del av regleringen av finansmarknaderna krävs att banker och andra finansiella institutioner håller en viss mängd förlustabsorberande kapital.⁸

⁵ En liknande diskussion följde nedskrivningen av AT1-instrument i den indiska banken Yes Bank 2020, se M Wadhwa och A Bharadwaj, *Riskier than Equity – Case Study of AT1 Write-Down of Yes Bank Limited*, 19 april 2022. Ett annat exempel på AT1-turbulens redovisas i J Crawford, *Credible Losers: A Regulatory Design for Prudential Market Discipline*, 18 juli 2016, *American Business Law Journal*, Vol. 54, 107–159, s. 36.

⁶ Se Bolton (2023), Valbuena och Eidenmüller (2023) och Benahmed (2023) s. 12.

⁷ Jag kommer att hänvisa till svensk implementerande lagstiftning där så är relevant. Tonvikten kommer dock att ligga på EU-rättsakter, mot bakgrund av principen om EU-konform tolkning (se särskilt mål C218/01, *Henkel v Deutsches Patent- und Markenamt* [2004] ECR I-1725, 14/83, *Von Colson och Elisabeth Kamann v Land Nordrhein-Westfalen* [1984] ECR 1891 och C-106/89, *Marleasing v La Comercial Internacional de Alimentacion* [1990] ECR I-4135) och konvergens i medlemsstaternas tillsyn, se särskilt artikel 16.3 i EBA-förordningen (EU) 1022/2013.

⁸ Se *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, bis.org, samt tillsynsförordningen (EU) 575/2013, ändrad genom förordning (EU) 2019/876 (CRR), särskilt skäl 7 och 14. Om målen för finansiell reglering i allmänhet, se E O Wymeersch, *Financial Regulation: Its Objectives and Their Implementation in the European Union*, European Banking Institute Working Paper Series No 36 2019.

Lagstadgade kapitalbuffertar, som har blivit både fler och mer omfattande sedan finanskrisen 2008, syftar både till att skydda intressenter mot en enskild banks konkurs och ekonomin i stort mot följderna av problem i banksektorn.

Aktiekapital anses vara den mest högkvalitativa komponenten i en banks kapitalbas, tack vare den inneboende förmågan att absorbera förluster.⁹ Det betraktas dock i allmänhet som en dyr finansieringsform.¹⁰ Av detta och andra skäl ger finansiella institutioner ut en mängd olika instrument som har vissa av de egenskaper som är typiska för aktieinvesteringar, och andra som signalerar att instrumentet snarare får betraktas som ett skuldinstrument.¹¹

Den grundläggande utformningen av EU:s kapitalkrav för banker, som har sitt ursprung i Baselreglerna, är att en banks kapitalbas vid varje tidpunkt ska uppgå till en viss andel av dess riskviktade exponeringar. Termen ”kapitalbas” innefattar primärkapital, där kärnprimärkapital ingår, och supplementärkapital. Reglerna föreskriver att kärnprimärkapitalet vid varje tidpunkt ska uppgå till minst 4,5 procent av riskviktade exponeringar, att primärkapitalet som helhet ska uppgå till minst 6,0 procent av riskviktade exponeringar och att det totala kapitalet, bestående av både primär- och supplementärkapital, ska uppgå till minst 8,0 procent av riskviktade exponeringar.¹²

⁹ *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, bis.org, punkt 48 på s. 12.

¹⁰ L Gullifer och J Payne, *Corporate Finance Law*, 3 uppl, Hart (2020) s. 55–58. Angående kostnaden för bankkapital särskilt, se *Basel Committee on Banking Supervision, The costs and benefits of bank capital – a review of the literature*, Working Paper 37, juni 2019, s. 15, A R Admati et al, *Fallacies, Irrelevant Facts, and Myths in the Discussion of Capital Regulation: Why Bank Equity is Not Socially Expensive*, 22 oktober 2013, Max Planck Institute for Research on Collective Goods 2013/23, Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper No 161, Stanford University Graduate School of Business Research Paper No 13-7, och jfr C W Calomiris och R J Herring, *Why and How to Design a Contingent Convertible Debt Requirement*, 19 april 2011, s. 12. Se även SOU 2014:40 s. 641 (Lena Swedenborg) och M J Flannery, *No Pain, No Gain? Effecting Market Discipline via ‘Reverse Convertible Debentures’* (2002) (SSRN:https://ssrn.com/abstract=352762) s. 2.

¹¹ Om definitionen av en obligation och vad som utgör ett skuldinstrument eller ett överlåtbart värdepapper i svensk kontext, se O Andrews, *Borgenärskollektiv*, Jure (2022) s. 243 f. Icke-finansiella företags utgivning av konvertibla skuldebrev behandlas i M Dutordoir och L Van de Gucht, *Why Do Western European Firms Issue Convertibles Instead of Straight Debt or Equity?* European Financial Management, vol 15 nr 3 2009, s. 563–583.

¹² Se CRR artikel 72 och 92.1 a–c och *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, punkt 50 på s. 12. Utöver de grundläggande kapitalkraven finns vissa tilläggskrav, särskilt för systemviktiga institut. Se CRR artikel 92.1 d och 92.1 a

Utgivningen av AT1-obligationer kompletterar mot denna bakgrund stamaktier som ett sätt att tillse att ett institut är tillräckligt kapitaliserat.¹³ Som vi ska se fungerar AT1 både genom att räknas in i det totala primärkapitalet och genom att de kan tas i anspråk för att stärka kärnprimärkapitalrelationen. De rättsliga förutsättningarna för att en obligation ska kvalificera som AT1 preciseras i artikel 52 i tillsynsförordningen (EU) 575/2013 (CRR).¹⁴ År 2020 uppskattades den globala marknaden för AT1-obligationer, även kallade *Tier 1 CoCo*-obligationer, till 231 miljarder euro.¹⁵

2.3 Återhämtning och resolution enligt BRRD

Ett annat viktigt rättsligt sammanhang för att förstå AT1-obligationers roll i den borgenärshierarki är regelverket för återhämtning och resolution av större banker. Det aktuella EU-ramverket BRRD antogs i en första version 2014.¹⁶ Detta följde en gemensam plan i G20-länderna för utveckling av bankspecifika insolvensregler efter finanskrisen 2008, där särskilt kan noteras Financial

och P R Wood, *Regulation of International Finance*, Sweet & Maxwell, 2 uppl (2019) s. 609–611.

¹³ När det gäller den tidiga utvecklingen av AT1- eller CoCo-obligationer som en del av bankernas finansiering, se Flannery (2002) och Calomiris och Herring (2011).

¹⁴ S Swensen Ellingsæter, *Creditor Priority in European Bank Insolvency Law*, Hart (2023) s. 33.

¹⁵ Kind et al, *The determinants of banks' AT1 CoCo spreads*, European Financial Management, 2022:28 s. 568. Se även Bolton (2023) s. 6, som anger en global marknad om 254 miljarder USD vid tidpunkten för Credit Suisse AT1-nedskrivning.

¹⁶ Direktiv 2014/59/EU om inrättande av ett ramverk för återhämtning och resolution för kreditinstitut och värdepappersföretag (BRRD), följt av direktiv (EU) 2019/879 av den 20 maj 2019 om ändring av direktiv 2014/59/EU vad gäller kreditinstituts och värdepappersföretags förlustabsorberings- och rekaptaliseringsskapacitet och av direktiv 98/26/EG (BRRD II). Direktiven har införlivats i svensk rätt huvudsakligen genom lagen (2015:1016) om resolution (resolutionslagen). För medlemsstater som ingår i EU:s bankunion regleras resolution även av förordningen om den gemensamma resolutionsmekanismen (SRM) (EU) 806/2014. Eftersom de materiella regler som är av intresse här är likadana i BRRD och SRM kommer jag inte att skilja mellan instrumenten, se E Martino, *The Bail-in Beyond Unpredictability: Creditors' Incentives and Market Discipline*, European Business Organisation Law Review 2020:21 s. 790 om detta tillvägagångssätt. För en introduktion till BRRD-ramverket, se *Understanding Bank Recovery and Resolution in the EU: A Guidebook to the BRRD*, Världsbanken, Finance & Markets, Financial Sector Advisory Center (FinSAC), april 2017, finns på: <https://pubdocs.worldbank.org/en/609571482207234996/FinSAC-BRRD-Guidebook.pdf>.

Stability Boards (FSB:s) publicering av *Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions* år 2011.¹⁷

Ett centralt inslag i resolutionsramverket är ett mandat för resolutionsmyndigheterna i varje medlemsstat att genomföra nedskrivning eller konvertering av skulderna i en krisdrabbad bank. Sådana åtgärder syftar primärt till att möjliggöra en återkapitalisering av systemviktiga banker utan att ta offentliga medel i anspråk. Ett annat mål med reglerna är att motverka *moral hazard*, det vill säga att aktieägare och investerare engagerar banken i överdrivet risktagande där eventuella förluster i första hand drabbar andra.¹⁸

För att en nedskrivning eller konvertering av kapitalinstrument eller en skuldnedskrivning (*bail-in*, i motsats till *bail-out*) ska ha några utsikter att rädda en krisdrabbad bank, måste banken ha poster i sin balansräkning som kan användas för att absorbera förluster. Kapitalkraven i CRR kompletteras därför med ett minimikrav för kapitalbas och kvalificerade skulder enligt BRRD.¹⁹ För att en skuldnedskrivning ska kunna fylla sitt syfte bör en krisdrabbad banks nedskrivningsbara skulder inte vara systemviktiga eller sammanflätade med andra kontrakt på ett sätt som skulle göra åtgärderna kontraproduktiva eller hota den finansiella stabiliteten.²⁰

I detta sammanhang tillhandahåller AT1-obligationer kapital som är möjligt och till och med avsett att omvandlas till eget kapital, som ett sätt att förhindra insolvensförfaranden eller för att bidra till en effektiv ordning för förlustabsorbering om insolvensen är oundviklig.

Kapitalinstrumentens funktion vid bankkriser kan illustreras av 2017 års resolution av spanska Banco Popular. Processen genomfördes i ett antal steg.

¹⁷ FSB:s principer finns tillgängliga på Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions – Financial Stability Board (fsb.org) se särskilt 5.1 och 5.2. Ellingsæter (2023) s. 80 f. Se även E Avgouleas och C Goodhart, *Bank Resolution 10 Years from the Global Financial Crisis: A Systematic Reappraisal*, 31 maj 2019. School of European Political Economy, LUISS 7/2019, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3396888>.

¹⁸ BRRD skäl 45. Bolton (2023) s. 6. J-H Binder, *The Position of Creditors under the BRRD*, i volym till minne av professor Dr. Leonidas Georgakopoulos, Bank of Greece's Center for Culture, Research and Documentation, 2016, s. 40. Ett centralt arbete inom den rika litteratur som behandlar incitament och risktagande är M Jensen och H Meckling, *Theory of the Firm, Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, Volume 3, Issue 4 (1976) s. 305–360.

¹⁹ BRRD skäl 80 och artikel 45. Prop. 2017/18:292 s. 9. Wood (2019) s. 607. BRRD:s minimikrav för kapitalbas och kvalificerade skulder (MREL) kompletteras i sin tur med ett krav på total förlusttäckningskapacitet (eng. *total loss absorbing capacity*, TLAC) för globala systemviktiga banker (se <https://www.bis.org/fsi/fsisummaries/tlac.pdf>).

²⁰ Crawford (2016) s. 21.

Först annullerade EU:s gemensamma resolutionsnämnd (SRM) bankens befintliga aktier. Fordringar enligt AT1-obligationer och supplementärkapitalinstrument konverterades sedan till nya aktier. De nya aktierna överfördes därefter till Banco Santander för en euro. Detta innebar att Banco Popular blev dotterbolag till Santander, att de befintliga aktieägarna samt AT1- och T2-obligationsinnehavarna slogs ut, och att alla andra fordringsägare klarade sig genom processen utan nedskrivningar.²¹

2.4 Normala insolvensförfaranden, NCWO och hierarkiprincipen

Insolvensrättsliga regler som gäller företag i allmänhet (i BRRD talas om *normala insolvensförfaranden*) är viktiga för förståelsen av AT1-obligationer av tre huvudsakliga skäl. För det första är konkurs enligt nationella regler fortfarande utgångspunkten för hanteringen av en bank på obestånd.²² För det andra, vilket kommer att utvecklas nedan, hänvisar villkoren för AT1-obligationer till prioritet vid emittentens *insolvens eller likvidation*. Slutligen är ”normal insolvens” en måttstock mot vilken de åtgärder som vidtas av resolutionsmyndigheter i förhållande till en emittent av AT1-obligationer mäts.²³

En central princip i BRRD är att resolution inte får leda till att en borgenär eller aktieägare hamnar i ett sämre läge än vad som skulle ha varit fallet om banken hade likviderats enligt normala insolvensförfaranden.²⁴ Denna princip, som kallas ”*no creditor worse off*” eller *NCWO* (på svenska ofta ”borgenärers bästa intresse-testet”) har också blivit en del av europeiska rekonstruktionsregler för icke-finansiella företag.²⁵ BRRD innehåller skyddsåtgärder för att kompensera en part som har drabbats av nedskrivning, om

²¹ SRB:s beslut den 7 juni 2017 SRB/EES/2017/08. Ellingsæter (2023) s. 231. Benahmed (2023) s. 11.

²² Se särskilt BRRD skäl 45 och 46 samt artikel 32.5. Enligt BRRD artikel 32.1 c är resolution villkorad av att den ligger i allmänhetens intresse. Företagsrekonstruktion, såsom detta institut har utvecklats till följd av EU-direktiv 2019/1023 om ramverk för förebyggande rekonstruktion (insolvensdirektivet), är inte tillgänglig för banker, se insolvensdirektivets artikel 1.2.

²³ BRRD artikel 34.1 b och g, 36.6 c, 36.8 och 73–75.

²⁴ FSB Key Attributes punkt 5.2. BRRD artikel 34.1 g. Termen ”normala insolvensförfaranden” definieras i BRRD artikel 2.1.47. Se även Ellingsæter (2023) s. 59 f. och 87 f. J-H Binder et al, *The Choice between Judicial and Administrative Sanctioned Procedures to Manage Liquidation of Banks: A Transatlantic Perspective* (2018) (SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3244334>) s. 6.

²⁵ En av fördelarna med principen, enligt min mening, är att den kan sägas driva nationella system mot en harmonisering av borgenärers ställning vid rekonstruktionsåtgärder (*going*

en värdering av banken visar att parten i fråga skulle ha fått behålla mer vid konkurs.²⁶

En annan princip, som vid sidan av NCWO ger upphov till jämförelser med utfallet vid konkurs, går ut på att fördelningen av förluster vid resolution ska följa rangordningen av fordringar vid normal insolvens.²⁷ Även om vissa avvikelser tillåts beträffande borgenärernas relativa ställning, är det tydligt att lagstiftarens avsikt är att eget kapital ska bära förluster först. Den övergripande regeln att varje grupp av investerare ska drabbas av förluster i den ordning som skulle ha gällt vid normala insolvensförfaranden kallas här för hierarkiprincipen.²⁸ Eftersom vi här främst diskuterar den relativa positionen för djupt efterställda fordringar, är denna andra princip av större intresse än NCWO. Båda kommer dock att beröras i det följande.

Ovanstående inledning har beskrivit tre huvudsakliga rättsliga sammanhang där villkoren för AT1-obligationer måste placeras för att deras rangordning och förmånsrätt ska kunna diskuteras på ett meningsfullt sätt, nämligen kapitaltäckningsregler, återhämtning och resolution av banker samt allmän insolvenslagstiftning. Låt oss mot denna bakgrund gå över till att mer i detalj diskutera AT1-instrumentens utformning särskilt vad gäller förutsättningarna för nedskrivning och konvertering.

3. AT1-obligationernas position mellan (andra) skulder och eget kapital

3.1 Villkor för AT1-obligationer – eller avtalet mellan emittent och investerare

3.1.1 Inledande anmärkning om avtalstolkning

De förpliktelser som åvilar en emittent av AT1-obligationer bestäms först och främst av obligationsvillkoren. Som utgångspunkt är sådana villkor före-

concern) med den situation som råder vid en likvidation på grund av insolvens. Se skälen 50 och 52 samt artikel 2.6, artikel 10.2 d och artikel 14.1 a i insolvensdirektivet.

²⁶ BRRD artikel 36.4 c och 73–75, Martino (2020) s. 805 f. och Ellingsæter (2023) s. 170 f.

²⁷ FSB Key Attributes punkt 5.1 och BRRD artikel 34.1 b. Principen återspeglas också i BRRD artikel 47–48 om ordningsföljden för nedskrivning eller konvertering. Detta har också beskrivits som en följd av det grundläggande skyddet för äganderätten samt av reglerna om statsstöd, se BRRD skäl 13 och 50 och Martino (2020) s. 816.

²⁸ Efter Martino (2020) s. 804. BRRD artikel 34.1 f. innehåller en annan allmän princip; att borgenärer inom varje klass ska behandlas likvärdigt. Kravet på *pari passu*-behandling av borgenärer inom samma klass tillämpas i stor utsträckning inom insolvens- och rekonstruktionslagstiftningen.

mål för samma rättsliga överväganden som avtal i allmänhet. Vid tolkningen av obligationsvillkor är det emellertid motiverat att ta särskild hänsyn till det faktum att det rör sig om överlåtbara värdepapper som ska kunna handlas på en börs eller marknadsplats.

Villkoren för AT1-obligationer har inte fastställts genom någon faktisk förhandling mellan långgivare och låntagare. I allmänhet är det därför inte meningsfullt att söka efter en gemensam partsavsikt vid tolkning av villkoren. Eftersom AT1-obligationer är utformade för att byta ägare och ge upphov till samma rättsliga konsekvenser oavsett vem som för stunden är obligationsinnehavare, och vad denne anser vara den rätta tolkningen, är det dessutom motiverat med ett objektiva förhållningssätt.²⁹

Vidare finns det ofta skäl att tolka avtal i ljuset av dess regulatoriska och marknadsmässiga sammanhang.³⁰ Villkoren för AT1-obligationer måste alltså läsas mot bakgrund av syftet att underlätta efterlevnaden av regulatoriska kapitalkrav.

3.1.2 Obligationsvillkor i urval

3.1.2.1 Introduktion

Som underlag för analysen har jag använt fyra olika emissioner från svenska, danska och tyska emittenter, samt villkoren för de nedskrivna Credit Suisse-instrumenten.³¹ Därutöver har jag granskat de mallar och rapporter om standardisering av villkor som utarbetats av EBA.³²

²⁹ Se t.ex. *Bank of New York v Montana Board of Investments* [2008] EWHC 1594 (Ch): [2009] 1 All E.R. (Comm) 1081; [2008] 7 WLUK 299 (Ch D). S Pandya och E L Talley, *Debt Textualism and Creditor-on-Creditor Violence: A Modest Plea to Keep the Faith*, 4 januari 2023, European Corporate Governance Institute – Law Working Paper No. 673/2023, diskuterar betydelsen av objektiv tolkning av finansieringsavtal. För ett svenskt perspektiv, se Andrews (2022) s. 321 f. samt NJA 2015 s. 741 (Partneravtalet), NJA 2011 s. 600, NJA 2014 s. 960 (Det Andra Bolaget) och NJA 2013 s. 271.

³⁰ Jfr t.ex. NJA 2021 s. 643 (Ramavtalet).

³¹ Villkoren återfinns i prospektet för Resurs Holding AB godkänt den 17 december 2019 som avser AT1-obligationer med ISIN SE0013409141, prospektet för Svea Bank AB godkänt den 10 maj 2023 som avser AT1-obligationer med ISIN SE 0019913740, prospektet för Jyske Bank A/S godkänt den 10 maj 2023 som avser dess US\$ 8 000 000 000 EMTN-program, samt prospektet för Deutsche Bank AG godkänt den 31 mars 2022 som avser AT1-obligationer med ISIN DE000DL19WG7. De schweiziska instrumenten hittas online via ISIN-nummer, som listas på: <https://www.finma.ch/en/news/2023/03/20230323-mm-at1-kapitalinstrumente/>.

³² EBA Report on the Monitoring of Additional Tier 1 (AT1), Tier 2 and TLAC/MREL Eligible Liabilities Instruments of European Union (EU) Institutions – update, EBA/

En AT1-obligation dokumenteras i grunden som vilken annan obligation som helst. Emittenten erhåller medel från de initiala investerarna, som tecknar kontoförda obligationer. I gengäld erhåller investeraren de rättigheter till avkastning och återbetalning av kapitalbelopp som anges i obligationsvillkoren.³³ Obligationerna är fritt överlåtbara, och medför en möjlighet till ytterligare avkastning (eller förluster) genom sekundärhandel, liksom genom att ligga till grund för handel i derivatprodukter. Typiskt sett kommer emittenten att lämna in ett prospekt för godkännande till Finansinspektionen, eftersom obligationerna erbjuds till allmänheten eller är avsedda att kunna handlas på en reglerad marknad.³⁴

För detta kapitel är de centrala villkoren de som säger något om obligationsinnehavarnas rätt att erhålla ränta och återbetalning av kapitalbeloppet. Här visar sig AT1-obligationernas regulatoriska syfte som primärkapital genom att sådana rättigheter är kraftigt begränsade.

För det första finns ingen fastställd förfallodag för lånet. Återbetalning av kapitalbeloppet, om och när det är aktuellt, sker genom frivillig inlösen (eng. *call*) av emittenten. För att instrumentet ska kunna ingå i bankens kapitalbas måste en sådan inlösen vara helt diskretionär från emittentens sida.³⁵ Historiskt har inlösen emellertid i regel skett, antingen för att signalera finansiell styrka och uppfylla marknadens förväntningar, eller på grund av ekonomiska fördelar med inlösen (eller båda).³⁶ Det kan i detta sammanhang noteras att varken utebliven inlösen eller underlåtenhet att fullgöra inlösen som har påkallats utgör avtalsbrott enligt villkoren för AT1-obligationer.

Rep/2023/23 (härefter EBA AT1 Report) punkt 151. EBA standardised templates for Additional Tier 1 (AT1) instruments – Final (10 October 2016) (härefter EBA:s mall).

³³ För en introduktion till obligationer i allmänhet och den svenska obligationsmarknaden i synnerhet, se Andrews (2022) s. 227–242 och *The Swedish Corporate Bond Market and Bondholder Rights*, OECD and the Swedish Corporate Governance Institute 2022.

³⁴ Se prospektförordningen (EU) 2017/1129. Prospektet är ett informationsdokument och inte i sig det ”avtal” som preciserar emittentens skyldigheter gentemot sina obligationsinnehavare.

³⁵ Om diskvalificerande incitament för inlösen, se Kommissionens delegerade förordning (EU) nr 241/2014 av den 7 januari 2014 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 575/2013 med avseende på tekniska tillsynsstandarder för kapitalbaskrav på institut (Kommissionens delegerade förordning 241/2014), artikel 21.

³⁶ EBA AT1 Report, punkt 152. Särskilt när det gäller AT1-obligationer har det hävdats att det – åtminstone under vissa marknadsförhållanden – finns en tyst överenskommelse om att lösa in obligationerna vid första möjliga inlösendatum. Se Kind (2022) s. 571 och Danmark och Lando (2023) s. 2 (och passim).

Betalningen av ränta är också villkorad av emittentens bedömning och kan skjutas upp för all framtid utan att utlösa någon uppsägningsgrund eller rätt till kompensation för obligationsinnehavare. Under vissa omständigheter är räntebetalningar också förbjudna enligt CRR- och CRD-reglerna för AT1-kapital.³⁷

Redan de grundläggande egenskaperna hos AT1-obligationer säger oss således att sådana instrument ur riskperspektiv påminner mer om en investering i aktier än i traditionella lån. Eftersom återbetalning av kapitalbelopp bara får ske om vissa förutsättningar utom investerarens kontroll är uppfyllda, ger lånen upphov till ett slags villkorade fordringar.

En central egenskap hos AT1-obligationer är till sist att de fordringar som lånen representerar kan omvandlas till eget kapital om vissa villkor uppfylls.³⁸ En sådan omvandling kan ske enligt ett antal alternativ, som alla beror på orsakerna till åtgärden och utformningen av de relevanta instrumenten.

Nedan sammanfattas de situationer då en investerare kan förvänta sig att det belopp emittenten är (villkorat) skyldig enligt en AT1-obligation kan skrivas ned eller konverteras.³⁹ De rättsliga förutsättningarna diskuteras i tur och ordning efter typ av trigger och metod för förlustabsorbering.

3.1.2.2 Den utlösande händelsen är brott mot kapitalrelationen

Som beskrivits ovan ska banker hålla ett kärnprimärkapital (CET1) på minst 4,5 procent av sina riskviktade exponeringar.⁴⁰ Den utlösande faktorn eller

³⁷ Se avsnitt 4.1.1 (C) (Annullering av utdelningar) i EBA:s mall tillsammans med CRR artikel 52(1)(l)(iii) och 53, avsnitt (D) (Inlösen) i EBA:s mall tillsammans med CRR artikel 52(1)(g) (h) och (i) och 77–78, och direktiv 2013/36/EU om behörighet att utöva verksamhet i kreditinstitut och om tillsyn av kreditinstitut och värdepappersföretag, om ändring av direktiv 2002/87/EG och om upphävande av direktiv 2006/48/EG och 2006/49/EG (ändrat genom direktiv (EU) 2019/878) (CRD) artikel 141.

³⁸ AT1-obligationer medför mot denna bakgrund en rad redovisnings- och skattefrågor som varierar mellan jurisdiktioner, se EBA AT1 Report punkterna 190–201.

³⁹ Ibland hänvisar litteraturen till *konvertering* av skulder till eget kapital trots att inga nya aktier överförs till obligationsinnehavare i utbyte mot fordringar. Vad som händer i det fallet är att skulden skrivs ner, så att en motsvarande ökning av värdet på aktiekapitalet kan antas. I denna artikel hänvisar jag till konvertering som ett sätt att byta skuld mot nya aktier i emittenten, och den situation där skulden minskar utan att nya instrument emitteras i utbyte kallas nedskrivning av kapitalbelopp. I båda fallen förbättras relationen mellan skulder och eget kapital utan att nya medel tillförs banken.

⁴⁰ CRR artikel 92.1 a. För att förenkla framställningen tar jag inte hänsyn till de ytterligare kapitalbuffertar, likviditets- eller soliditetskrav som gäller för vissa banker enligt Basel III. Se not 12 ovan.

triggern för när AT1-obligationer ska tas i anspråk för att stärka kärnprimärkapitalrelationen kan uttryckas enligt följande:

En ”utlösande händelse” (eng. *trigger event*) inträffar om kärnprimärkapitalrelationen, vid någon tidpunkt, enligt artikel 92(1)(a) CRR (eller någon bestämmelse som ersätter denna) fastställd på konsoliderad basis faller under 5,125 procent.⁴¹

Kvoten om 5,125 procent följer av CRR artikel 54 och uttrycks som ett minimum. Det innebär att obligationsvillkoren kan innehålla en trigger som träffas vid en högre andel eget kapital i villkoren för sin AT1-obligation. Om däremot endast en *lägre* kvot skulle anges som utlösande faktor, skulle obligationen inte klassificeras som ett AT1-instrument, och därmed inte räknas med i det totala primärkapitalet.⁴²

Beslutet att agera ligger i detta fall hos emittenten och/eller tillsynsmyndigheten, som ska gå vidare enligt en av de föreskrivna metoderna för att återställa CET1-nivån. Åtgärder mot obligationsinnehavarna är i detta scenario ett *going concern*-verktyg, som ska göra det möjligt att återställa det egna kapitalet och undvika en regelöverträdelse.

Teoretiskt är det tänkbart att emittenten skulle genomföra nedskrivning eller konvertering utan att blanda in tillsynsmyndigheten. I praktiken är det dock inte troligt att sådana åtgärder, som syftar till regelefterlevnad, skulle vidtas utan dialog mellan bank och tillsynsmyndighet. På motsvarande sätt är det svårt att föreställa sig att tillsynsmyndigheten sätter igång en förlustabsorberingsmekanism utan medverkan av emittentens organisation, även om villkorens ordalydelse tillåter detta.⁴³

En nedskrivning eller konvertering efter en *capital trigger* är heller inte valfri för investerarna eller emittenten.⁴⁴ Eftersom den utlösande händelsen

⁴¹ Exempel hämtat från Deutsche Bank AG:s prospekt av den 10 november 2022 (ISIN DE000A30VT97), fritt översatt.

⁴² Punkt 4.1.1 (f) i EBA:s mall och Kind (2022) s. 586. Obligationsvillkor där den utlösande händelsen infaller vid högre kvoter än de obligatoriska 5,125 procenten kan ingå i så kallade *high trigger*-instrument. ”High trigger” kan också avse instrument där en konvertering eller nedskrivning ska genomföras långt innan (i motsats till nära eller vid) tidpunkten för bristande bärkraftighet. Jfr *Moody’s rating methodology: Banks, 9 juli 2021*, s. 80.

⁴³ Se CRR artikel 54.5 a om skyldigheten att informera tillsynsmyndigheten om en utlösande händelse och Kommissionens delegerade förordning 241/2014, artikel 22. Villkoren för AT1-obligationer nämner också en skyldighet för emittenten att informera tillsynsmyndigheten om en sådan händelse inträffar.

⁴⁴ Kommissionens delegerade förordning 241/2014 artikel 22. EBA AT1 Report, punkt 166.

är skriven som att den inträffar automatiskt vid en viss kärnprimärkapitalrelation framstår *utrymmet för skönsmässig bedömning* som mycket begränsat.

Mekanismen för förlustabsorbering förutsätter dock i praktiken att antingen emittenten eller tillsynsmyndigheten först har fastställt att det föreligger en brist i den kapitalrelation som ska skyddas av AT1-villkoren. Således bör det finnas ett visst spelrum när det gäller tidpunkten för att ta fram beräkningar som fastställer en sådan brist.

För att det finns ett visst sådant utrymme talar också en av de funktioner som AT1-kapital antas kunna fylla. Det ger nämligen aktieägarna ett incitament att låta genomföra en nyemission av stamaktier innan kapitalrelationen underskrids, i stället för att vänta och riskera att bli utspädda av konverterade AT1-innehavare. Här kan noteras att AT1-obligationer vars villkor endast tillåter nedskrivning av kapitalbelopp och inte konvertering till nya aktier i stället kan antas motverka sådana incitament.⁴⁵

Vid en utlösande händelse som avser kapitalrelationen kommer de *metoder för förlustabsorbering* som finns tillgängliga att specificeras i villkoren för AT1-obligationen. Sådana villkor måste uppfylla kraven i CRR artikel 52, för att instrumenten ska kvalificera som primärkapital i den emitterande bankens kapitalbas. AT1-obligationer kan tas i anspråk antingen helt eller delvis, tillfälligt eller permanent. Det kan ske genom konvertering av skulder till aktier, genom en nedskrivning av kapitalbelopp, eller en kombination av nedskrivning och konvertering.⁴⁶ Vid tillfällig nedskrivning kan obligationsvillkoren öppna för framtida återinsättande av kapitalbeloppet. Obligationsinnehavarna får dock inte ges någon *rätt* att kräva att deras fordringar återställs, oavsett emittentens finansiella ställning.⁴⁷

⁴⁵ Se Calomiris och Herring (2011) (Bilaga) och s. 16 f. Vid en *going concern*-nedskrivning sker en förmögenhetsöverföring mellan AT1-obligationsinnehavare och aktieägare, eftersom de senare kommer att se värdet på eget kapital öka utan att nya aktier emitteras. Jfr även EBA AT1 Report punkterna 202–205, där det framgår att EBA accepterar AT1-villkor som ger aktieägarna en företrädesrätt att köpa aktier som emitteras vid konvertering, vilket i så fall kan förhindra att de späds ut.

⁴⁶ Vid tidpunkten för nedskrivningen i mars 2023 tillät inte Credit Suisses AT1-obligationer konvertering till nya stamaktier vid en ”bärkraftighetshändelse” (eng. *viability event*), utan endast nedskrivning av kapitalbeloppet. Se S&P:s kommentar den 21 mars 2023 (M Brennan), *European Bank AT1 Hybrids in a Post-Credit Suisse World*, och Bolton (2023) s. 6 f. Villkoren för de berörda obligationerna återfanns via ISIN-nummer vid tidpunkten för denna artikel, se FINMA provides information about the basis for writing down AT1 capital instruments | FINMA.

⁴⁷ Se t.ex. EBA:s AT1 Report, punkt 170.

De *primära skyddsreglerna* till fördel för AT1-obligationsinnehavare baseras i detta scenario på villkoren för de relevanta värdepapperen. Detta beror på att det är *emittenten* som i detta fall genomför en konvertering eller nedskrivning. Det faktum att en kapitalhändelse har utlösts kan vara ett tecken på att banken befinner sig i kris, men behöver inte i sig vare sig tyda på eller leda till insolvens.⁴⁸ Ur tillsynsperspektivet kan man säga att AT1-obligationer ingår i en plan för att återkapitalisera en fortsatt rörelsedrivande bank.⁴⁹

Som *going concern* har emittenten inga rättsliga förpliktelser att iakttä förmånsrättsordningen eller investerarnas ställning i en insolvenshierarki.⁵⁰ Bankens infriande av förpliktelser sker i stället i detta scenario i enlighet med avtal och sådana kvasi-kontraktuella skyldigheter som kan uppstå som en följd av obligationsavtalet.

Sådana överväganden kan innefatta en lojalitetsplikt, som i allmänhet anses gälla i avtalsförhållanden. Beräkningar, rapporter och kontakter med myndigheter och obligationsinnehavare som grupp bör också hanteras med vederbörlig omsorg. Det kan till och med hävdas att emittenten måste upprätthålla en viss grad av likabehandling i förhållande till olika grupper av obligationsinnehavare.⁵¹ Allmänna lojalitets- eller rättvisehänsyn kan enligt min mening emellertid inte omfatta ett krav på att emittenten ska vidta

⁴⁸ Se artikel 32.4 a i BRRD, som genom hotet om indraget tillstånd kopplar brister i kapitalrelationen till ett sannolikt fallissemang.

⁴⁹ *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking system*, punkt 49 på s. 12. Supplementärkapital, liksom andra efterställda obligationer, ingår i stället i vad som karaktäriseras som *gone-concern*-kapital. *Basel III – Executive Summary*, 27 juni 2019, s. 1. Ellingsæter (2023) påpekar på s. 74 att... ”en banks överträdelse av kapitalkraven endast motiverar resolution om det är tämligen osannolikt att banken kan anskaffa kapital och därigenom undvika att förlora sitt tillstånd” (fritt översatt).

⁵⁰ Jfr *Final Guidelines on the treatment of shareholders in bail-in or the write-down and conversion of capital instruments* (EBA/GL2017/04) 05 april 2017 (hädanefter EBA GL 2017) s. 4 (notera att denna sida inte finns med i den officiella svenska översättningen): ”*Shareholders sit at the bottom of the insolvency creditor hierarchy and are therefore the first creditors to absorb losses on both a going-concern basis and in insolvency. This position should be reflected in resolution, where shareholders should also be the first to absorb losses, and should do so before more senior creditors.*” Här kan noteras att *aktieägare* och *borgenär* i reglerings-sammanhang inte alltid behandlas som väsensskilda koncept på det sätt som är brukligt inom andra rättsområden.

⁵¹ S Paterson, *Debt Restructuring and Notions of Fairness*, *The Modern Law Review*, Vol 80 No 7, juli 2017, s. 617–623 diskuterar rättvisetanken i samband med rekonstruktion av finansiella institutioner. Andrews (2022) s. 451 f. E Lidman, *Finns det en värdepappersmarknadsrättslig princip om likabehandling av obligationsinnehavare?* JT 2022–23 s. 796 f.

åtgärder mot sina egna aktieägare. I själva verket *förbjuder* tillsynsförordningens rekvisit för att en obligation ska räknas som AT1 att behandlingen av AT1-obligationsinnehavare i vissa avseenden knyts till behandlingen av aktieägare.⁵²

Ur ett affärsmässigt perspektiv kan det vara klokt för en bank att uttömma sina alternativ innan den helt och permanent skriver ned AT1-kapitalet. Nedskrivning eller konvertering, liksom inställda räntebetalningar eller en utebliven inlösendag, kan försämra möjligheterna för en enskild bank eller för hela marknaden att få tillgång till sådan finansiering i framtiden. Sådana överväganden har dock ingen direkt bäring på en tolkning av obligationsvillkoren.

AT1-obligationers prioritet uttrycks i villkoren som att de ligger framför aktiekapital och bakom allt annat. Detta gäller dock i förhållande till emittentens *likvidation eller konkurs*. Inte i några av de granskade villkoren uttrycks borgenärshierarkin som något som gäller utanför emittentens likvidation.⁵³

En sådan dynamik är inte unik för regleringen av finansiella institutioner. I låneavtal i allmänhet avser bestämmelser om rangordning och förmånsrätt i första rummet emittentens insolvens, när det inte finns tillräckligt för att betala alla borgenärer till fullo. Bestämmelser om rangordning i *going concern*-fasen avser i stället sådant som att emittenten åtar sig att inte göra betalningar till andra borgenärer, eller att inte ställa säkerheter eller ådra sig ytterligare skulder som försvagar ställningen för en borgenär med förmånsrätt.

Det förefaller uppenbart att de principer i artikel 34 i BRRD som styr resolutionsåtgärder inte är tillämpliga i en situation där resolutionsmyndig-

⁵² EBA Opinion on the prudential treatment of legacy instruments (EBA/Op/2020/17) s. 3 f. avseende t.ex. *dividend pushers* och *dividend stoppers*. Se även t.ex. Resurs Holding AB:s prospekt avseende AT1-obligationer med ISIN SE001340914, där det under riskfaktorer påpekas att eventuellt inställda räntebetalningar inte begränsar möjligheten till aktieutdelning (s 17). Emittenten är inte heller förhindrad att emittera skuldinstrument med högre eller samma prioritet som AT1-obligationer (s 19). Som en ytterligare illustration klagör villkoren avseende Deutsche Bank AG:s AT1-obligationer med ISIN DE000DL19WG7 att om obligationer tillfälligt har skrivits ner har återbetalning av kapitalbelopp inte företräde framför aktieägarnas utdelningar (s 54).

⁵³ Se punkt 4.1.1 (B) (*Status of the Notes*) i EBA:s mall. Kind (2022) s. 572 påpekar dessutom att det är oklart om europeiska AT1-innehavare kan vara säkra på att få kupongränta så länge aktieägarna får sina utdelningar, och anger att ”Såvitt vi vet finns det idag ingen definierad prioritetsordning eller förmånsrätt för AT1 CoCo-innehavare” (fritt översatt). Danmark och Lando, s. 5, hänvisar till dessa förhållanden som en risk för överträdelse av principen om absolut prioritet.

heten inte är beslutsfattare och/eller emittenten inte är i resolution. Likväl har det diskuterats om NCWO som en generell princip skulle gälla vid aktivering av en kapitaltrigger.⁵⁴ Den allmänna uppfattningen verkar nu vara att så inte är fallet.⁵⁵

Som instrument för förlustabsorbering är AT1-obligationer alltså avsedda att göra det möjligt för en bank att undvika allvarliga kriser.⁵⁶ I en situation där kapitalrelationen triggas kan bankens aktiekapital mycket väl ha ett mycket lågt eller negativt värde. Inget i CRR eller avtalsvillkoren för typiska AT1-obligationer kräver dock att aktier annulleras eller att verksamheten säljs till ett nominellt pris för att AT1-obligationerna ska kunna elimineras helt. Detta scenario kommer därför typiskt sett **tillåta** att aktieägarna behåller möjligheten att ta del av en framtida positiv utveckling.

3.1.2.3 Den utlösande händelsen är bristande bärkraftighet

Utöver en avtalad trigger vid brister i kärnprimärkapitalrelationen, sätts ett förfarande för förlustabsorbering i spel även vid bristande bärkraftighet enligt resolutionsramverket (eng. *viability event*). Risken för nedskrivning eller konvertering vid en sådan händelse bör inkluderas i villkoren för AT1-

⁵⁴ NCWO förklaras kortfattat ovan i 2.4. Se även de olika redogörelserna för NCWO:s tillämplighet vid nedskrivningar enligt artikel 59 i SOU 2014:52 s. 1224 och prop. 2016/16:5 s. 338.

⁵⁵ Kind (2022) s. 570 stöder uppfattningen att NCWO inte är tillämplig under *going concern*-fasen där det finns en avtalsenlig trigger som aktiveras, vilket motiveras av att investerare har gått med på obligationsvillkorens förlustabsorberingsmekanismer. Om den avtalsenliga triggern aktiveras under *going concern*-fasen kan AT1 således absorbera förluster utanför den ordinarie insolvensprocessen och därmed före CET1-kapitalet. EBA har också bekräftat i Q&A No 2015_2181 att NCWO inte gäller när en konvertering av AT1-obligationer sker på grund av en utlösande händelse hänförlig till kapitalkvoten som infaller före resolutionsmyndigheternas åtgärder. Jfr om tanken att samtycke legitimerar förflyttningar av marknadsaktörernas positioner, Paterson (2017) s. 605.

⁵⁶ Se rekvisiten för kvalificering som ytterligare primärkapitalinstrument (AT1) i CRR artikel 52. Calomiris och Herring (2011) s. 16. Se vidare Valbuena och Eidenmüller (2023) s. 5 i fråga om Credit Suisse: ”Dessa triggers, särskilt *Contingency Event*, är utformade för att aktualiseras innan banken riskerar insolvens och för att återställa den föreskrivna kapitalrelationen. Med andra ord är AT1-obligationernas funktion att absorbera förluster innan en existentiell kris utplånar bankens egna kapital.” (min kursivering och fritt översatt). I tidigare diskussioner om utformningen av AT1-obligationer har också målet att stimulera nyemissioner av stamaktier medan sådana fortfarande är möjliga betonats, se Calomiris och Herring (2011) (Appendix). Detta bekräftas även av Avdjiev (2013) s. 52.

obligationer. Den ingår också i de omständigheter som emittenten flaggar för i prospekt eller erbjudandehandling för obligationerna.⁵⁷

I BRRD anges att nedskrivning eller konvertering ska ske utan dröjsmål när en eller flera av följande händelser föreligger (förkortat för läsbarhetens skull):

- ett beslut har fattats om att villkoren för resolution i artikel 32 har uppfyllts, men innan någon resolutionsåtgärd har vidtagits;
- ett beslut har fattats om att banken inte längre skulle vara bärkraftig utan sådana åtgärder, eller
- banken kräver särskilt statligt stöd.⁵⁸

Definitionen av ”fallerande eller sannolikt kommer att falla”, som ligger till grund för definitionen av bristande bärkraftighet samt villkoren för resolution, återfinns i artiklarna 32 och 33 i BRRD.⁵⁹

BRRD skiljer resolutionsåtgärder från nedskrivning av kapitalinstrument. ”Kapitalinstrument” i detta sammanhang innefattar aktier och skulder som har emitterats på villkor som gör att de kan tillgodoräknas i kapitaltäckningen, vilket inkluderar AT1-obligationer.⁶⁰ BRRD artikel 37.2 specificerar att nedskrivning eller konvertering av kapitalinstrument måste genomföras före eller samtidigt med resolutionsåtgärder, om sådana åtgärder medför att fordringsägare kommer att bära förluster. Det följande omfattar både ett scenario där AT1-obligationer får absorbera förluster och inga resolutionsåtgärder vidtas, och fall där sådan förlustabsorbering inleds samtidigt med resolution.

⁵⁷ BRRD skäl 81.

⁵⁸ BRRD artikel 59.3, implementerad i Sverige genom lagen om resolution 6 kap. 2 §.

⁵⁹ Enligt Baselregelverket ska en nedskrivning eller konvertering av AT1-obligationer genomföras av resolutionsmyndigheterna vid det som inträffar först av (i) ett beslut av den relevanta myndigheten att konverteringen/nedskrivningen är nödvändig, med tanke på att banken bedöms vara icke bärkraftig, och (ii) ett beslut att tillföra offentliga medel för att förhindra bankens fallissemang. Samtidigt ska en sådan åtgärd vara både nödvändig och tillräcklig för att förhindra att banken fallerar, och inga andra alternativa åtgärder som skulle förhindra att banken fallerar finns tillgängliga inom en rimlig tid. På samma sätt ska, enligt BRRD, åtgärder från den privata sektorn eller tillsynsalternativ vara otillgängliga för att ett beslut att agera enligt BRRD artikel 59 ska vara motiverat (BRRD artikel 59.4 b).

⁶⁰ BRRD artikel 59. Lag om resolution kap. 6. Ellingsæter (2023) s. 84.

Beslutet att agera mot en banks AT1-obligationsinnehavare efter ett beslut om bristande bärkraftighet fattas av resolutionsmyndigheterna.⁶¹

Vidare finns i detta scenario ett *utrymme för diskretion* när det gäller att fastställa att en bank inte är bärkraftig eller behöver extraordinärt stöd.⁶² Vilka åtgärder som ska vidtas när en händelse som medför bristande bärkraftighet väl har konstaterats styrs emellertid av resolutionsreglerna.

När det gäller *metoder för förlustabsorbering* i scenariot med bristande bärkraftighet ska resolutionsmyndigheten verka för en nedskrivning av AT1-obligationer om en värdering av banken visar ett negativt värde. Endast om en sådan värdering visar att aktierna har ett positivt nettovärde, är konvertering till nyemitterade aktier ett alternativ.⁶³

De *skyddsprinciper* för investerare som gäller i detta fall följer inte av obligationsvillkoren, utan av lag. Av BRRD följer att aktieägare ska bära förluster först och att en borgenär inte ska behöva bära större förluster än vad denne skulle ha gjort i ett normalt konkursförfarande (NCWO).⁶⁴ Vidare, och som diskuterats tidigare, bör förluster fördelas i enlighet med den ordning som skulle ha gällt enligt normala insolvensförfaranden (hierarkiprincipen).⁶⁵

Dessutom kräver artikel 47 i BRRD att vissa åtgärder vidtas mot aktieägare om AT1-obligationer ska absorbera förluster, oavsett om sådana åtgärder sammanfaller med resolution eller inte.⁶⁶ Resolutionsmyndigheten ska,

⁶¹ *Basel III – Executive Summary*, 27 juni 2019, s. 2. *Final Elements of the Reforms to Raise the Quality of Regulatory Capital, issued by the Basel Committee*, 13 januari 2011. BRRD skäl 77.

⁶² Se artikel 32.4 i BRRD avseende definitionen av fallerande eller sannolikt fallerande.

⁶³ EBA GL 2017 Avdelning II punkt 1. SOU 2014:52 s. 1219. Prop. 2015/16:5 s. 338.

⁶⁴ BRRD skäl 5, artikel 59.1 b och artikel 34.1 g. Det kan hävdas att skäl 5 i BRRD också stöder förekomsten av en annan, oberoende, regel som endast syftar till att aktieägarna alltid ska absorbera förluster först. Se även artikel 44.3 i BRRD och EBA GL 2017 s. 3 (endast i engelsk originalversion), där det anges att resolutionsmyndigheterna inte bör påföra andra borgenärer förluster förrän aktieägarna har absorberat förlusterna i största möjliga utsträckning.

⁶⁵ BRRD skäl 77 och artiklarna 34.1 b och 60.1. Hierarkiprincipen återkommer i SOU 2014:52 s. 332 och prop. 2015/16:5 s. 393 f. Jfr Paterson (2017) s. 623.

⁶⁶ Utöver de regler och principer som berörts här avseende nedskrivning och konvertering av AT1-obligationer innehåller BRRD-ramverket bl.a. regler om resolution av multinationella bankkoncerner samt värderingar som ska utföras före eller efter att åtgärder vidtagits. En värdering av den krisdrabbade enheten är grundläggande för varje motivering av nedskrivning eller konvertering, konverteringskursen, en bedömning av om NCWO-principen efterlevs och, därefter, för att eventuella intressenter ska ha rätt till ersättning. Se (särskilt) BRRD artiklarna 36.4 c och 74–75, Martino (2020) s. 805 f. och Ellingsæter (2023) s. 170 f.

vid nedskrivning eller konvertering av AT1-obligationer i enlighet med BRRD artikel 59, verka för indragning av aktier eller, om banken har ett positivt nettovärde, eventuellt för konvertering av AT1-obligationer till nya aktier. I det senare fallet måste befintliga aktieägare *väsentligt* eller *kraftigt* spädas ut.⁶⁷ Detta innebär att inga åtgärder mot AT1-innehavare kan ske utan att aktieägarna påverkas.

Ett ytterligare skydd för investerare kan sägas träda in när resolution har utlösts av att emittenten har fått offentligt stöd, men inte är på obestånd eller uppvisar brister i kapitaltäckningshänseende. Enligt BRRD artikel 60.1 b kan det belopp som kapitalinstrumenten skrivs ner med i ett sådant fall vara noll, förutsatt att ingen faktisk förlustallokering varit nödvändig för att uppnå resolutionsmålen.⁶⁸

Till skillnad från nedskrivning eller konvertering enligt BRRD artikel 59, är *skuldnedskrivning* ett av resolutionsverktygen. Syftet med en skuldnedskrivning är att återställa marknads förtroende för en bank och möjliggöra fortsatt verksamhet.⁶⁹ Enligt BRRD måste åtgärder för att skriva ned eller konvertera AT1-kapital ha vidtagits eller övervägts, och visat sig vara otillräckliga, innan skuldnedskrivningsverktyget används.⁷⁰ Skuldnedskrivningsverktyget i resolution tillåter avvikelser från hierarkiprincipen under vissa omständigheter (BRRD artikel 44.3–5). Sådana avvikelser omfattar dock inte nedskrivning eller konvertering enligt BRRD artikel 59. Detta följer av ordalydelsen i de relevanta artiklarna, där ”kvalificerade skulder” till skillnad från ”kapitalinstrument” används.⁷¹

Sammanfattningsvis **tillåter inte** detta scenario att aktieägare får behålla något värde, om AT1-obligationsinnehavare samtidigt tvingas absorbera förluster. Det kan förklaras med att den aktör som vidtar en nedskrivningsåtgärd enligt BRRD artikel 59 är skyldig att följa de principer som beskrivits ovan. En reservation får dock göras för ett scenario där (i) banken har ett positivt nettovärde, (ii) den fortfarande anses vara icke bärkraftig eller i behov av

⁶⁷ BRRD artikel 47.1 b och 47.2. EBA GL 2017 Avdelning II, särskilt punkt 1 (b).

⁶⁸ Notera särskilt orden ”beroende på vilket som är lägst” i BRRD artikel 60.1 b. EBA GL 2017 Avdelning II punkt 1 (b).

⁶⁹ Ellingsæter (2023) s. 84.

⁷⁰ BRRD artikel 59.2 och 59.3 a, artikel 32.1 b och artikel 37.2. EBA Q&A ID 2016_295. Benahmed (2023) s. 5.

⁷¹ BRRD artikel 2.1.71. EBA Q&A ID 2016_295. Se även Ellingsæter (2023) s. 163, som (i samband med överföringsverktyget) hävdar att resolutionsmålen inte bör anses motivera att resolutionsmyndigheterna avviker från den förmånsrätt som skulle följa av normal insolvens.

offentligt stöd, (iii) myndigheterna verkställer en konvertering till nya aktier och (iv) aktieägarna är väsentligt utspädda men inte uttraderade. Det återstår att se om ett sådant scenario skulle kunna innebära ett slags åsidosättande av hierarkiprincipen, som samtidigt rymms inom resolutionsramverket.

3.1.3 Särskilt om det begränsade utrymmet för undantag från hierarkiprincipen vid myndighetsåtgärder

Av rättssäkerhets- och transparens-skäl får de relativa positionerna för en banks olika investerare och borgenärer inte komma som en överraskning i en krissituation. Sådan osäkerhet kan leda till betydande störningar, inte bara i samband med räddningen av ett enskilt institut, utan för marknaden som helhet.⁷² Med tanke på de övergripande målen att främja finansiell stabilitet och effektiva marknader kan man dock ifrågasätta om resolutionsmyndigheten bör vara helt bakbunden när det gäller att tillåta aktieägarna att behålla en del av värdet.

Man skulle kunna argumentera för att en viss flexibilitet alltid borde byggas in vid regleringen av rekonstruktion av en så komplex verksamhet som en bank. Som anges i skäl 89 i BRRD kan detta ”kräva en komplicerad ekonomisk bedömning och ett stort handlingsutrymme...”⁷³ Handlingsutrymmet är uppenbarligen stort när det gäller bedömningen av bärkraftighet. Varför gäller detta inte även avseende lämpligheten i att låta aktieägarna behålla ett visst värde medan AT1-obligationsinnehavare skrivs ner? Även om det kan vara svårt att föreställa sig fall där detta är motiverat, vet vi att framtiden till sin natur är oförutsägbar. En annan aspekt är den korta tidsram inom vilken myndigheterna måste hantera en krisdrabbad bank. Behandlingen av kapitalinstrument och aktieägare såväl som nedskrivningsbara skulder måste fastställas under den så kallade resolutionshelgen.⁷⁴

Merton och Thakor har i vad som kan kallas argumentet om sammanflätning påpekat att nedskrivning av en typ av fordringar som är avsedda att bära

⁷² Paterson (2017) s. 619 fångar detta intresse av förutsägbarhet: ”...för att kunna justera priset på utlåning till att återspegla skuldnedskrivningsrisken behöver en kreditgivare rimlig insyn i hur skuldnedskrivningen kommer att ske” (fritt översatt).

⁷³ Detta återspeglas i EU-domstolens rättspraxis avseende komplexa ekonomiska bedömningar som gjorts av unionens myndigheter. Se Ellingsæter (2023) s. 166 f. och P Raschner, *EBI summary of cases before the ECJ in the aftermath of the 2017 resolution of Banco Popular*, 4 augusti 2022. Se särskilt punkterna 168–169 i T–481/17, *Fundación Tatiana Pérez de Guzmán el Bueno och SFL mot SRB*, ECLI:EU:T:2022:311 och punkterna 107–109 i T-510/17, *Del Valle Ruiz m.fl. mot Kommissionen och SRB*, ECLI:EU:T:2022:312.

⁷⁴ Benahmed (2023) s. 6. SRB, *Expectations for Banks*, mars 2020, s. 11 ff.

förluster kan försämra situationen även för fordringshavare som avses vara opåverkade.⁷⁵ Detta kan i sin tur få oönskade följd effekter. Ett exempel på sådana konsekvenser är när en person äger aktier i en bank och samtidigt är insättare. Som ett sätt att stärka bankens solvens när den närmar sig resolution utplånas befintliga aktieägare, medan insättningar inte påverkas. Det faktum att aktier dras in kan dock få aktieägaren att ta ut sina insättningar i samma bank, för att frigöra likviditet eller för att indragningen av aktier har påverkat viljan att vara bankkund.

I sin artikel om ”trovärdiga förlorare” (eng. *credible losers*) är Crawford skeptisk till Merton och Thakors argument.⁷⁶ Händelsevis verkar dock en situation som liknar Merton och Thakors tankeexperiment ha uppstått i samband med Credit Suisse kris 2023. Vissa aktörer som var viktiga private banking-kunder hos Credit Suisse visade sig samtidigt ha nära kopplingar till, eller själva vara, betydande aktieägare.⁷⁷ Med tanke på att sådana komplexa samband är svåra att förutse i detalj, framstår det som kontraproduktivt om lagen skulle kräva att resolutionsmyndigheterna alltid säkerställer fullständig anpassning till borgenärshierarkin som den skulle ha sett ut i en normal konkurs, oavsett konsekvenserna för den finansiella stabiliteten. Ur detta perspektiv skulle i stället ett visst mått av handlingsfrihet för resolutionsmyndigheterna vara berättigat.

En parallell kan dras mellan BRRD och ramverket för rekonstruktion av icke-finansiella företag. EU:s insolvensdirektiv innehöll en möjlighet för medlemsstaterna att införa en regel om absolut prioritet (APR) som standard för rekonstruktionsplaner där en eller flera grupper av berörda ägare eller borgenärer motsätter sig planen. Detta innebär, liksom enligt BRRD, att förluster måste bäras i den ordning som skulle ha gällt vid en likvidation på grund av insolvens. En relativ prioritetsregel, som också är tillåten enligt insolvensdirektivet, innebär i stället att seniora borgenärer som motsätter sig en plan måste få en *mer gynnsam* behandling än klasser med lägre prioritet för att planen ska kunna drivas igenom trots oenighet. Däremot behöver högre prioriterade klasser inte få fullt betalt för att exempelvis aktieägare ska få behålla något av sitt tidigare innehav.⁷⁸

⁷⁵ R C Merton och R T Thakor, *Customers and Investors: A Framework for Understanding Financial Institutions* (april 2016). MIT Sloan Research Paper No 5137–15, s. 43 f.

⁷⁶ Crawford (2016) s. 21.

⁷⁷ Valbuena och Eidenmüller (2023) s. 4.

⁷⁸ Insolvensdirektivet skäl (55) – (57) och artikel 11. För den svenska implementeringen, se lag (2022:964) om företagsrekonstruktion, 4 kap. 25–27 §§.

Hittills har många jurisdiktioner valt vad som kan kallas en ”mjuk” eller flexibel APR.⁷⁹ Detta gör det möjligt för parterna vid rekonstruktion av icke-finansiella företag att ta hänsyn till sådana komplexa samband som förefaller vara relevanta även vid rekonstruktionen av en bank. Om det är nödvändigt för att uppnå resolutionsmålen (särskilt för att begränsa spridningseffekter) kan avvikelser från ordningen för förlustabsorbering vid normal insolvens också tillåtas vid tillämpning av skuldnedskrivningsverktyget.⁸⁰ Varför saknas då sådan flexibilitet i samband med nedskrivning och konvertering av kapitalinstrument?

Ett första argument är att lagstiftaren föreskrev ett uttryckligt undantag när det gäller tillämpning av skuldnedskrivningsverktyget i resolution. Om avsikten hade varit att avvikelser skulle vara möjliga även från artikel 47 BRRD, skulle den bestämmelsen ha kunnat innehålla liknande undantag som de som anges i artikel 44.3.

Ett annat skäl mot att utsträcka möjligheten till undantag från hierarki-principen till förhållandet mellan AT1-investerare och aktieägare, är den ekonomiska teorin bakom utformningen av AT1-obligationer. Aktieägarna bör ha incitament att undvika ett läge där institutet inte längre är bärkraftigt, och låta emittera nya aktier medan det fortfarande är möjligt. Det handlar inte så mycket om att AT1-innehavare måste bära förluster efter CET1 vid bristande bärkraftighet, som att det måste vara tydligt för alla inblandade att aktieägarna absorberar förluster före *alla* andra investerare. En snedvridning av hierarkin borgenärsgupper sinsemellan bör vara ett mindre problem ur incitamentssynpunkt än en möjlighet för aktieägarna att skjuta över förluster på andra grupper av investerare.

Ett ytterligare skäl till att inte tillämpa de undantag som är tillgängliga vid rekonstruktion av icke-finansiella företag på scenarier enligt BRRD, är att processen för vanliga företag i regel kräver gäldenärsbolagets samtycke.⁸¹ Detta innebär, i aktiebolag, samtycke från styrelsen, som fortsätter att kontrolleras av aktieägarna. När däremot ett finansiellt institut inte längre är

⁷⁹ M Engelberg, *A Theory of Relativity in Restructuring developed with the Coase Theorem*, International Insolvency Review 32(2) (2023) 212–227.

⁸⁰ BRRD artikel 44.3 (under ”exceptionella omständigheter”).

⁸¹ Insolvensdirektivet artikel 11.1. Medlemsstaterna får välja att begränsa kravet på gäldenärens samtycke till fall där gäldenären är ett litet eller medelstort företag. Den svenska lagstiftaren valde denna väg där en *cram down* aktualiseras, se lag (2022:964) om företagsrekonstruktion, 4 kap. 27 §.

bärkraftigt utan försätts i resolution, har aktieägare och styrelse inte längre kontroll över processen.

Dessutom bör reglerna utvärderas i förhållande till sina primära mål. Finansiell stabilitet står vanligtvis inte på spel vid rekonstruktion av icke-finansiella företag. Det handlar i stället om att förhindra värdeförstöring, främja arbetstillfällena och skapa ett gynnsamt klimat för entreprenörskap. Situationerna skiljer sig också typiskt sett åt när det gäller vilka typer av borgenärer och andra motparter som är exponerade mot ett företag i kris.

Slutligen kommer alla åtgärder som faktiskt vidtas av myndigheterna i samband med kris i en systemviktig bank att vara föremål för politiska överväganden. Här finns en potentiell gråzon, när tillsynsmyndigheterna vidtar vissa åtgärder men inte agerar enligt ett formellt resolutionsmandat och därför inte är skyldiga att följa de principer i BRRD som skyddar AT1-obligationsinnehavarnas företrädare framför aktieägarna.⁸²

Diskussionen ovan har varit avsedd att undersöka argument för och emot ett visst utrymme för flexibilitet, så att aktieägare skulle kunna behålla ett visst värde även om åtgärder vidtas enligt BRRD artikel 59. Rättskällorna ger dock ett övervägande stöd för att ett sådant utrymme saknas.

4 AT1-obligationernas status i emittentens konkurs

4.1 Inledning

Under de senaste åren har delar av insolvensrätten i EU:s medlemsländer harmoniserats. Ytterligare förslag om materiell tillnärmning föreligger också sedan december 2022.⁸³ Detta sker framför allt som ett led i att öka den fria rörligheten för kapital, och öka tillgången på finansiering för unionens företag.⁸⁴ Vi har dock ännu inte samma eller likvärdiga konkursregler i hela unionen, än mindre internationellt. Många av de mest grundläggande reglerna skiljer sig väsentligen åt, inte minst vad gäller definitionen av insolvens och kraven för att inleda ett insolvensförfarande.⁸⁵ De jämförelser med normala insolvensförfaranden som ska ske enligt BRRD kommer därför med all sannolikhet att ge olika resultat i olika jurisdiktioner.

⁸² Jfr Kind (2022) s. 572.

⁸³ Förslag till Europaparlamentets och Rådets direktiv om harmonisering av vissa delar av insolvensrätten, COM(2022) 702 final.

⁸⁴ Se Göthlin (2023) s. 97–104 med ytterligare referenser.

⁸⁵ Briefing från Europaparlamentet: Harmonising certain aspects of insolvency law in the EU, PE 745.671 – mars 2023, s. 2.

I det följande kommer den svenska inhemska insolvensrätten att tjäna som utgångspunkt.

4.2 AT1-innehavarnas ställning i en konkursituation

Hierarkiprincipen innebär att förluster ska bäras i omvänd prioritetsordning, i linje med vad som skulle gälla vid ett vanligt insolvensförfarande. Förmånsrättsordningen i svensk rätt tar inte uttryckligen hänsyn till aktieägarnas ställning.⁸⁶ Aktieägare, som har bolagsfordringar i stället för borgenärsfordringar, ingår normalt inte i analysen av ett vattenfall för betalningar vid insolvens. Fokus är i stället på de intressenter som uppträder som borgenärer.⁸⁷ En viss borgenärs ställning eller ett skuldinstruments status i konkurs kan delas upp i tre huvudfrågor.

För det första, ger instrumentet dess innehavare rätt att vidta verkställighetsåtgärder mot emittenten? Det vill säga, kan en AT1-obligationsinnehavare ansöka om utmätning eller konkurs om inte skulden betalas? Att döma av de granskade villkoren för AT1-obligationer saknar avtalet helt en rätt för investeraren att under några omständigheter säga upp eller påkalla inlösen av obligationen.⁸⁸ I en situation där det är investerarens ställning vid emittentens konkurs som ska bedömas, förutsätts också rent faktiskt att emittenten är insolvent. Eftersom en betalning av AT1-skulder är avhängig vissa mått på emittentens finansiella hälsa, och dessutom är frivillig, visar själva möjligheten att betala AT1-innehavare att emittenten inte är insolvent.⁸⁹

Följaktligen skulle en innehavare av AT1-obligationer inte, utom vid exceptionella omständigheter, kunna ha en verkställbar fordran samtidigt som emittenten är försatt i konkurs. Obligationsinnehavaren har enligt obligationsvillkoren inte rätt att stämna emittenten eller på något annat sätt försöka driva igenom betalning av skulden. Detta följer dels av ett uttryckligt icke-angreppsåtagande (s.k. non-action), liksom av det faktum att själva

⁸⁶ Betalningsordningen i konkurs följer av konkurslagen (1987:672) (särskilt 11 kap) tillsammans med (i huvudsak) förmånsrättslagen (1970:979).

⁸⁷ En konkurs som resulterar i ett *överskott* medför emellertid en utdelning till aktieägarna, se aktiebolagslagen (2005:551) 25 kap. 51 § samt lagen (2004:297) om bank- och finansieringsrörelse 10 kap. 1 §. Om aktieägares ställning vid konkurs och företagsrekonstruktion enligt svensk rätt, se SOU 2010:2 s. 295–303.

⁸⁸ Se t.ex. punkt 4.1.1 (D) (Inlösen) i EBA:s mall.

⁸⁹ Jfr diskussionen i *Eurosail* (BNY Corporate Trustee Services Ltd v Eurosail-UK 2007-3BL plc and others [2010] EWHC 2005 (Ch) (Morrit J)); *BNY Corporate Trustee Services Ltd v Eurosail-UK 2007-3BL plc and others* (BNY Ltd v Eurosail plc (CA) [2011] EWCA Civ 227.)

skyldigheten för emittenten att betala obligationsinnehavaren endast uppstår under omständigheter där emittenten inte är i konkurs.⁹⁰

Den andra frågan i en konkursituation är om en AT1-obligationsinnehavare skulle ha en fordran i ett insolvensförfarande mot emittenten, som initierats av någon annan.⁹¹ Villkoren för obligationerna tycks förutsätta detta. I det fallet måste dock kravet riktas mot *konkursboet*.

AT1-fordran i konkurs beskrivs rimligen som en villkorad fordran, vars existens är beroende av antingen emittentens beslut att lösa in obligationen eller konkursen i sig. Som redan konstaterats kan emittenten inte ha det så gott ekonomiskt ställt att den kan påkalla inlösen, och samtidigt vara på obestånd. Eftersom den utlösande faktorn för att fordran ska uppstå i detta fall är konkursen i sig, strider villkoren mot en grundläggande insolvensrättslig princip. Det vill säga, avtal får inte innebära att ett konkursbo kommer i en sämre situation än vad som skulle ha gällt gäldenären.⁹² En part som inte hade en fordran på grund av sitt förhållande till en solvent gäldenär, kan därmed inte grunda någon rätt till betalning på samma avtalsrelation efter att motpartens tillgångar och skulder har överförts till ett konkursbo.⁹³ Konkursförvaltaren bör inte heller försöka tillmötesgå ett sådant krav, när emittenten inte före konkursen hade någon skyldighet att erlægga betalning.⁹⁴

⁹⁰ Non action-klausuler och deras verkan enligt svensk rätt analyseras i Andrews (2022) s. 312 ff. och Göthlin (2023) bl.a. s. 309. Liknande problem som diskuteras här uppstår vid utgivningen av obligationer med s.k. limited recourse, se Göthlin (2023) s. 186–191.

⁹¹ Enbart det förhållandet att en obligation är efterställd innebär inte att innehavaren inte kan utöva vanliga borgenärsbefogenheter, se t.ex. prop. 2016/17:1 s. 231.

⁹² Se t.ex. S Lindskog, *Betalning*, Norstedts Juridik, 3 uppl (2022) s. 650, M Keller, *Konkurs och Process*, Iustus (2020) s. 447 f. och 632.

⁹³ Den engelska *anti-deprivation principle* har uttryckts på följande sätt: "There cannot be a valid contract that a man's property shall remain his until bankruptcy, and on the happening of that event go over to someone else, and be taken from his creditors". Se *Ex Parte Jay* Re Harrison (1880) 14 Ch D 19, 26. Det kan ifrågasättas om principen skulle kunna utsträckas till att gälla i situationer som den som diskuteras här, där konkursboet med ett formalistiskt synsätt inte så mycket "berövas" egendom som belastas med en skuld som gäldenären inte hade men som tydligt hade beaktats i transaktionsvillkoren. Jfr D Ramos Muñoz, *Bankruptcy Remote Transactions and Bankruptcy Law – a Comparative Approach (Part 1): Changing the Focus on Vehicle Shielding*, s. 270 f.

⁹⁴ Se konkurslagen 7 kap. 8 §. Förvaltaren har en skyldighet att sträva efter att maximera utdelningen till konkursborgenärerna, vilket typiskt sett inte tillåter frivillig betalning till borgenärer som inte kan styrka sina fordringar. För en ingång till frågan om handlingsnormer för konkursförvaltare, se K Björlin och O Torstensson, *Konkursförvaltarens nyttomaximering – finns det en röd tråd mellan teori och praktisk tillämpning av 7 kap. 8 § 1 st. konkurslagen?* JT 2021–22 s. 561.

Här kan man fråga sig om tillsynsförordningen kräver en viss tolkning enligt nationell insolvenslagstiftning. Det vill säga, om ett utmärkande drag för AT1-obligationer är att de har högre prioritet än aktiekapitalet vid ett insolvensförfarande, och villkorens utformning följer av en EU-förordning, måste inte medlemsstaternas domstolar tillämpa nationell rätt på ett sätt som gör att den finansiella regleringen får genomslag?⁹⁵

Den tredje frågan är om det finns ett scenario där en AT1-obligationsinnehavare kan få någon utdelning i emittentens konkurs. I avsaknad av mycket speciella omständigheter är detta osannolikt. Konkurs förutsätter en finansiell situation där AT1-obligationer är utformade för att inte ha något värde.⁹⁶ Därmed skulle inget scenario utanför konkurs, även om det innebär en nedskrivning av AT1-obligationerna till noll och fullt bibehållande av aktieägarnas rättigheter, vara värre för AT1-obligationsinnehavarna än konkurs. I ljuset av detta är NCWO-principen i regel överflödigt som skydd för AT1-obligationsinnehavare.

5. Avslutande anmärkningar

Man kan fråga sig varför begrepp som *senior* eller *subordinerad*, som används av aktörer på obligationsmarknaden för att signalera i första hand kreditrisk, inte är väl definierade och förankrade i den nationella lagstiftning som reglerar en emittents insolvens. Förklaringen till detta tror jag är tudelad.

För det första kännetecknas finansmarknaderna av ständig utveckling av regelverk och avtalsmässiga innovationer. Detta innebär att även om marknadsaktörerna är väl pålästa, kommer nya instrument med något annorlunda egenskaper att fortsätta dyka upp, och motivera ständiga justeringar av den rättsliga analysen.

För det andra, medan marknadsaktörer och transaktioner ofta är gränsöverskridande, ligger insolvensrätten till stor del kvar inom den nationella lagstiftarens område. Det finns således ett kommersiellt och internationellt språkbruk, som ofta är vagt eller tvetydigt vad gäller exakta rättsliga konse-

⁹⁵ För en diskussion om ett liknande problem med s.k. tranching enligt värdepapperiseringsförordningen (EU) 2017/2402, se Göthlin (2021) s. 30–33.

⁹⁶ Som Martino (2020) visar (s. 816 f) inkluderar alla rimligt realistiska alternativ full förlustabsorbering av både AT1-obligationsinnehavare och aktieägare vid likvidation av en insolvent bank.

kvenser, men som samtidigt är funktionellt och nödvändigt för att möjliggöra kommunikation.⁹⁷

En obligations prioritet säger något om obligationsinnehavarens ställning i förhållande till andra fordringsägare hos samma emittent. Huruvida den relativa rangordning som överenskommit ex ante upprätthålls vid rekonstruktion, resolution eller konkurs av emittenten är intressant av flera skäl. Det säger oss något om riskerna (eller chanserna) för en förmögenhetsöverföring ex post mellan investerargrupper. När räddningsåtgärder genomförs *av myndigheterna* eller en rekonstruktion i övrigt bygger på tvång snarare än en frivillig uppgörelse, bör sådana förskjutningar undvikas. Detta gäller både finansiella institutioner och icke-finansiella företag. Om hierarkiprincipen inte upprätthålls kommer detta att ge efterställda parter incitament att ansöka om konkurs eller att försena eller blockera frivilliga rekonstruktions- eller rekapitaliseringsinsatser som ett sätt att potentiellt flytta fram sina positioner. Dessa intressen får balanseras mot att ett visst utrymme för flexibilitet kan behövas för att målen med det aktuella förfarandet ska kunna uppnås.⁹⁸

I kapitlet har jag försökt besvara frågan om en banks aktieägare, enligt gällande villkor för AT1-obligationer och nuvarande regelverk, alltid måste absorbera förluster först. Det korta svaret är nej, om orsaken till att AT1-obligationer ska tas i anspråk är kapitalbrist, och ja, om orsaken till nedskrivning eller konvertering är myndigheternas ingripande på grund av bristande bärkraftighet. De uttalanden som gjordes av europeiska och brittiska myndigheter efter räddningen av Credit Suisse i mars 2023 kan ses som en illustration av skillnaden i skyddsprinciper, beroende på om det är en överträdelse av kapitaltäckningskraven eller en händelse avseende bristande bärkraftighet som har utlöst åtgärder mot innehavare av AT1-obligationer.

En uppfattning om att AT1-obligationsinnehavare alltid bör tillgodoses före aktieägare, som grundar sig på vad som hade gällt vid ”vanlig insolvens”, kan vara intuitivt tilltalande. Givet de insolvensrättsliga principer som berörts ovan är ett sådant resonemang emellertid svårt att försvara. Hierarkiprincipen ger god vägledning för hur borgenärer ska behandlas sinsemellan när det gäller renodlade skuldinstrument. Hybridkapital är dock svårare att hantera med ledning av förmånsrättsordningen, givet investerarnas ställning som något mellanting mellan aktieägare och borgenärer. Inte heller principen om borgenärers bästa intresse eller *No Creditor Worse Off*, som jämför

⁹⁷ Göthlin (2021) s. 9.

⁹⁸ Jfr Engelberg (2023) och diskussionen ovan i avsnitt 3.1.3.

utfallet vid rekonstruktion med konkurs, träffar situationen med hybridkapitalinstrument som AT1-obligationer särskilt väl.

Vad som står på spel när vi diskuterar dessa principer är i slutändan marknadens effektivitet och utrymmet för investerare på obligationsmarknaden att bidra till marknadsdisciplin.⁹⁹ Ett företags skuld bör prissättas utifrån risk, och den komponent av kreditrisken som har att göra med förlust vid fallissemang beror till stor del på fordrans prioritet.

⁹⁹ Martino (2020) s. 793. Om marknadsdisciplin och *credible losers* i samband med avveckling av krisdrabbade banker, se Crawford (2016) s. 5 och 9. Se även Calomiris och Herring (2011) s. 16 om det ”signalerings syfte” som kopplas till utformningen av AT1-obligationer. Crawford (2016) s. 31, som bygger på Hart och Zingales, noterar att kapitalinstrumentens förlustabsorberande förmåga skulle kunna främja indirekt marknadsdisciplin genom sådana signaler om en banks finansiella status som tillsynsmyndigheterna har tillgång till. Denna fördel blir dock mindre framträdande om marknaden dels inte är standardiserad, dels präglas av bristande likviditet.