

Finns det en värdepappersmarknadsrättslig princip om likabehandling av obligationsinnehavare?*

ERIK LIDMAN**

En central princip för kollektiva investeringar är likabehandling. I aktiebolagsrätten och på aktiemarknaden, där detta kanske är som tydligast, betraktas kravet på likabehandling av aktieägare som en rättsgrundsats, och innebörden av kravet är i svensk rätt väl utvecklad. På företagsobligationsmarknaden gäller också ett krav om likabehandling av obligationsinnehavare. På detta område är emellertid innebörden av likabehandlingskravet mycket sparsamt behandlad i rättskällorna, och rättsläget är oklart. I artikeln analyseras innebörden av kravet på företagsobligationsmarknaden i syfte att klargöra om det finns en allmän princip om likabehandling som gäller i relationen mellan emittent och obligationsinnehavare, samt att skapa en bättre förståelse kring rättsläget.

1. Inledning

En central princip för kollektiva investeringar är likabehandling. I aktiebolagsrätten och på aktiemarknaden där detta är som tydligast betraktas kravet

* Har tidigare publicerats i Juridisk Tidskrift 2022–23 nr 4. Artikeln har genomgått vetenskaplig expertgranskning (peer review).

** Docent, lektor i civilrätt vid Stockholms och Göteborgs universitet samt föreståndare för Swedish Corporate Governance Institute. Författaren vill tacka professorerna Jesper Lau Hansen och Tore Bråthen för kommentarer avseende dansk och norsk rätt, samt adj. professor Rolf Skog, jur.dr Oskar Andrews och jur.dr Sara Göthlin för kommentarer på manuset i dess helhet. Därtill vill författaren tacka deltagarna vid seminariet på Stockholm Centre for Commercial Law den 4 april 2023 för alla värdefulla kommentarer avseende tolkningen av Öppenhetsdirektivet och implikationerna för svensk rätt. Ingen av de nu nämnda ska givetvis lastas för kvarstående fel och brister i texten. Artikeln utgör en del av forskningsprojektet *Principer för reglering av den svenska företagsobligationsmarknaden*. Forskningsprojektet och publikationerna inom det har möjliggjorts genom generös finansiering från Nasdaq Nordic Foundation.

på likabehandling som en rättsgrundsats,¹ med syfte att skydda aktieägarna från att deras investeringar förskjuts till andra aktieägare på ett otillbörligt sätt.² Kravet på likabehandling återfinns i aktiebolagsrätten i de flesta västerländska rättsordningar, vilket sannolikt kan förklaras med att likabehandling är en logisk regel för att andelsbaserat ägande ska fungera som en attraktiv investeringsform.³ Det är dock ofta svårt att avgöra hur en generell princip om likabehandling ska tolkas i det enskilda fallet.⁴ I svensk rätt kompletteras de generella kraven på likabehandling i aktiebolagslagen (2005:551) i 4 kap. 1 § (vanligen likhetsprincipen) samt i 7 kap. 47 § och 8 kap. 41 § (generalklausulerna) med detaljerade likabehandlingsbestämmelser om vad som gäller i fråga om bland annat ändringar av bolagsordning, emissioner, inlösen, återköp av egna aktier, med mera. Därtill kompletteras reglerna i aktiebolagslagen med ett krav på likabehandling i samband med offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden,⁵ samt genom regler om likabehandling i informationshänseende.⁶

Samma logik som motiverar kravet på likabehandling i aktiebolag och på aktiemarknaden gör sig gällande i andra former av kollektiva investeringar, exempelvis i borgenärskollektiv såsom företagsobligationslån, vilket är ämnet för denna artikel. Som Andrews uttrycker det är ett krav på likabehandling på obligationsmarknaden ”en nödvändig förutsättning för att obligationslåneinstitutet ska fungera på ett för aktörerna på kapitalmarknaden (och

¹ Se Samuelsson, P., Bergström, C. & Högfeldt, P., Om kravet på likabehandling av aktieägare, *Tidsskrift för Rettsvitenskap* 1994-1, s. 118 ff., vid not 3.

² Bergström och Samuelsson har formulerat betydelsen av likabehandlingskravet enligt följande. ”Aktiebolag har i lagstiftningssammanhang alltid beskrivits som ett instrument för kapitaltillväxt. För att kunna attrahera riskvilliga investerare har det krävts att placeringen inte kan resultera i en förlust som överstiger det tillskjutna kapitalet, och att placeringen inte tappar i värde annat än som en följd av att bolagets affärsverksamhet går dåligt. *Den risk som placerare löper är att förlora sitt satsade kapital genom bolagets verksamhet, men de ska inte behöva räkna med att placeringens värde förskjuts inom aktieägarkretsen* [min kursivering]”, se Bergström, C. & Samuelsson, P., *Aktiebolagets grundproblem*, Norstedts Juridik, 6 uppl., 2021, s. 45.

³ Se till exempel Kraakman, R., m.fl., *The anatomy of corporate law*, Oxford University Press, 2 uppl., 2017, s. 36 samt 86.

⁴ Jämför till exempel Hellner, J., *Lagstiftning inom förmögenhetsrätten*, Juristförlaget, 1990, s. 182, som konstaterar att principen om att ”lika skall behandlas lika [...] i och för sig är tom, eftersom den förutsätter att man redan avgjort vad som skall betraktas som lika”.

⁵ Se för en mer utförlig diskussion Lidman, E., *Kontrolläggande och uppköpsreglering*, *Corporate Governance Forum*, 2020, s. 246 ff.

⁶ Se exempelvis förordning 596/2014 (marknadsmissbruksförordningen), skäl (24) i ingressen.

samhället) tillfredsställande sätt. Om fordringshavarna inte kan utgå från att deras respektive fordringar under obligationslånet har lika rätt och att de kommer att behandlas lika inom ramen för obligationslånet, skulle med all sannolikhet förtroendet för obligationslånet [...] urholkas.”⁷

Detaljerade regler avseende likabehandling av obligationsinnehavare saknas emellertid. När en obligationsinnehavare är på (eller möjligen närmar sig) obestånd finns vissa krav på likabehandling i obeståndsrätten.⁸ Vidare gäller EU:s marknadsmissbruksförordning 596/2014 för emittenter vars obligationer är noterade, vilken ställer krav på viss likabehandling i informationshänseende. Därtill innehåller många gånger obligationsvillkoren regler om likabehandling. I andra frågor om likabehandling avseende obligationsinnehavare hänvisas (i de fall obligationerna är noterade) vanligen till 18 kap. 3 § lagen om värdepappersmarknaden (2007:528). Inte sällan anges lagrummet som stöd för att det på obligationsmarknaden finns en allmän princip om likabehandling av obligationsinnehavare.⁹

Till skillnad från det aktiebolagsrättsliga kravet på likabehandling är innebörden av 18 kap. 3 § värdepappersmarknadslagen inte behandlad i relevanta förarbeten, i praxis från Högsta domstolen eller, såvitt känt, i underinstanserna. Dessutom är uttalanden i litteraturen få, och det EU-direktiv som paragrafen implementerar i svensk rätt har tolkats med betydande materiella olikheter i flera medlemsstater.¹⁰ I denna artikel analyseras innebörden av kravet i syfte att klargöra om 18 kap. 3 § värdepappersmarknadslagen ger uttryck för en allmän princip om likabehandling som gäller i relationen mellan en emittent och obligationsinnehavare, samt skapa en bättre förståelse för rättsläget.

2. Likabehandlingsprincipen i EU-rätten

I 18 kap. 3 § värdepappersmarknadslagen anges att ”[e]n utgivare av skuldebrev skall se till att alla innehavare av sådana skuldebrev som har getts ut sam-

⁷ Se Andrews, O., Borgenärskollektiv: En studie av fyra borgenärskollektivs rättsliga klassificering, *Jure* 2022, s. 300. Se även SOU 2010:2 s. 181.

⁸ Se till exempel Andrews, O., Borgenärskollektiv: En studie av fyra borgenärskollektivs rättsliga klassificering, *Jure* 2022, s. 35. Se även Göthlin, S., Prioritet och avtal – Intercreditoravtal i svensk rätt, särskilt om insolvens, *Jure* 2023, s. 54 ff. om likabehandling av borgenärer generellt och s. 261 ff. om likabehandling vid företagsrekonstruktion.

⁹ Jämför till exempel Göthlin, S., Prioritet och avtal – Intercreditoravtal i svensk rätt, särskilt om insolvens, *Jure* 2023, s. 209 f.

¹⁰ Se vidare avsnitt 2.5 där dansk, engelsk, finsk och norsk rätt berörs.

tidigt och på samma villkor behandlas lika när det gäller de rättigheter som är knutna till skuldebrev”. Bestämmelsen infördes i svensk rätt, initialt i lagen (1992:543) om börs- och clearingverksamhet,¹¹ som ett led i anpassningen av svensk rätt till direktivet 2004/109/EG om harmonisering av insynskraven angående upplysningar om emittenter vars värdepapper är upptagna till handel på en reglerad marknad (”Öppenhetsdirektivet”), artikel 18.1.¹² Innan implementeringen av artikel 18.1 fanns ingen motsvarande regel i svensk rätt.¹³ Tolkningen av 18 kap. 3 § måste därmed ta sin utgångspunkt i EU-rätten, som har innehållit ett krav på likabehandling av obligationsinnehavare sedan sent 1970-tal.

2.1 Likabehandlingsprincipens ursprung i EU-rätten

En regel om likabehandling av obligationsinnehavare infördes för första gången i EU-rätten i direktiv 79/279/EEG om samordning av villkoren för upptagande av värdepapper till officiell notering vid fondbörs. Under rubriken *Skyldigheter för emittenter vilkas skuldebrev upptagits till officiell notering vid fondbörs* angavs i bilagan till direktivet i lista D (A), punkt 1 a, att ”[f]öretaget skall se till att alla innehavare av skuldebrev som har emitterats samtidigt och med samma villkor behandlas lika med avseende på alla rättigheter som är knutna till dessa skuldebrev”.¹⁴ Motsvarande krav gällde enligt lista C punkt 2 a i fråga om likabehandling av aktieägare. Bestämmelsen för-

¹¹ Se 5 kap. 7 §, som fördes över till 18 kap. 3 § värdepappersmarknadslagen utan några ändringar i sak, se proposition 2006/07:115 s. 622.

¹² Se proposition 2006/07:65 s. 276–277.

¹³ Se proposition 2006/07:65 s. 277, där det konstateras att det ”finns ingen motsvarighet i svensk rätt”. Som redogörs för nedan innehöll dock EU-rätten även innan Öppenhetsdirektivet krav på likabehandling av obligationsinnehavare (artikel 78.1 i direktiv 2001/34/EG samt motsvarigheten i 79/279/EEG, se vidare nedan), som alltså inte var implementerat i svensk rätt. Jämför dock vad som skrivs i SOU 1969:13 s. 64–65, där det nämns att det *kan* anföras att ”det knappast kan anses tillåtligt för en låntagare [emittent] att beträffande lånevillkor i allmänhet för ett obligationslån med vissa men inte alla långivare avtala om ändringar i de ursprungliga villkoren. Ett sådant förfaringsätt skulle utan tvekan kunna leda till skada för vissa långivare och leda till rubbningar på obligationsmarknaden.” Resonemanget synes vila på en tanke om likabehandling, men kan knappast anses ge stöd för att någon generell princip om likabehandling skulle finnas, inte minst givet att det nu citerade närmast är en bisats i en diskussion om ändringar i obligationsbrevssystemet.

¹⁴ Se lista D punkt A.1 i direktiv 79/279/EEG. Motsvarigheten i den engelska språkversionen löd: ”The undertaking must ensure that all holders of debt securities ranking pari passu are given equal treatment in respect of all the rights attaching to those debt securities.”

des sedermera över till direktiv 2001/34/EG om upptagande av värdepapper till officiell notering och om uppgifter som skall offentliggöras beträffande sådana värdepapper. Bestämmelsen från direktiv 79/279/EEG flyttades utan förändring över till artikel 78.1 i 2001/34/EG, med identisk rubriksättning. Bestämmelsen implementerades emellertid inte i svensk rätt.¹⁵

Det krav på likabehandling som kom till uttryck i direktiv 79/279/EEG synes ha varit generellt hållet i fråga om det materiella innehållet. I direktivets inledning noteras endast att syftet med rättsakten är att samordna villkoren för upptagande av värdepapper till officiell notering vid fondbörser som ett första steg för att göra medlemsstaternas regler på området mer likformiga. Bestämmelsen om likabehandling i direktivet får därmed utifrån såväl direktivets kontext, den lokala rubriken (*Skyldigheter för emittenter vilkas skuldebrev upptagits till officiell notering vid fondbörs*) samt bestämmelsens ordalydelse ("Företaget skall se till att alla innehavare av skuldebrev som har emitterats samtidigt och med samma villkor behandlas lika med avseende på alla rättigheter som är knutna till dessa skuldebrev") antas ha inneburit ett materiellt krav på likabehandling av obligationsinnehavare kopplat till alla de rättigheter som föreskrevs i obligationerna inom samma obligationslån. Ingenting tyder på att detta förändrades när bestämmelsen, med oförändrad rubricering och formulering, flyttades till direktiv 2001/34/EG.¹⁶

Bara ett par år efter det att direktiv 2001/34/EG trädde i kraft upphävdes emellertid stora delar av direktivet i samband med att direktiv 2003/71/EG (Prospektdirektivet) och Öppenhetsdirektivet trädde i kraft, inklusive artikel 78.¹⁷ En bestämmelse motsvarande artikel 78.1 infördes i artikel 18.1 i Öppenhetsdirektivet, men då med rubriken *Krav på information från emittenter vars skuldebrev är upptagna till handel på en reglerad marknad*, samt med en förändrad formulering. Artikel 18.1 i Öppenhetsdirektivet stadgar att "[e]mittenten av skuldebrev som är upptagna till handel på en reglerad marknad skall se till att alla innehavare av skuldebrev som har emitterats samtidigt och på samma villkor behandlas lika med avseende på alla rättigheter som är knutna till dessa skuldebrev (pari passu)".¹⁸ Denna bestämmelse

¹⁵ Se proposition 2006/07:65 s. 276–277.

¹⁶ Det anges till exempel i skäl (1) att upphävandet av direktiv 79/279/EEG var motiverat av att "skapa klarhet och överskådlighet" genom att bestämmelserna i detta och andra direktiv flyttades till "en enda text". I ingressen lämnas i övrigt inget skäl till regeln om likabehandling.

¹⁷ Se artikel 32 i Öppenhetsdirektivet.

¹⁸ Såväl den engelska, tyska, franska som svenska språkversionen innehåller, i nu aktuellt hänseende, likartade formuleringar: *The issuer of debt securities admitted to trading on a*

implementeras i svensk rätt genom 18 kap. 3 § värdepappersmarknadslagen.¹⁹ I direktivets inledning konstateras följande i fråga om likabehandling (mina kursiveringar):

Den löpande informationen till innehavare av värdepapper som är upptagna till handel på en reglerad marknad bör *även fortsättningsvis* baseras på principen om likabehandling. Sådan likabehandling omfattar endast aktieägare i samma position och påverkar således inte frågan om respektive akties röststyrka. *I linje med samma resonemang bör innehavare av skuldebrev med lika risk och lika avkastning (pari passu) även fortsättningsvis behandlas lika [...].* Informationen till innehavare av aktier och/eller skuldebrev vid bolagsstämmor och motsvarande bör underlättas. [...] Av samma skäl bör det avgöras vid en bolagsstämma eller motsvarande möte för innehavare av aktier och/eller skuldebrev huruvida modern informations- och kommunikationsteknik bör införas för dessa ändamål. I sådant fall bör emittenterna införa rutiner för att effektivt kunna informera innehavarna av deras aktier och/eller skuldebrev, i den mån det är möjligt för dem att identifiera dessa.²⁰

2.2 Tolkning av likabehandlingskravet i EU-rätten idag

Såväl rubricering som formulering av kravet på likabehandling av obligationsinnehavare i EU-rätten ändrades således genom införandet av Öppenhetsdirektivet, och ett nytt skäl kopplat till bestämmelsen infördes i ingressen. Ändrades i och med det även innebörden av kravet?

För att kravet skulle anses ha samma vida innebörd som tidigare talar främst ordalydelsen av artikel 18.1, som i likhet med vad som föreskrevs i äldre direktiv anger att emittenten ska behandla investerarna lika ”med avseende på alla rättigheter som är knutna till dessa skuldebrev”.

regulated market shall ensure that all holders of debt securities ranking pari passu are given equal treatment in respect of all the rights attaching to those debt securities. Tyska: *Ein Emittent von Schuldtiteln, die zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind, muss allen Inhabern gleichrangiger Schuldtitel in Bezug auf alle mit diesen Schuldtiteln verbundenen Rechte die gleiche Behandlung sicherstellen.* Franska: *L'émetteur de titres de créance admis à la négociation sur un marché réglementé assure l'égalité de traitement de tous les détenteurs de titres de créance de même rang en ce qui concerne tous les droits attachés à ces titres.* Notera dock skillnaden i fråga om hur kretsen som ska likabehandlas definieras (*emitterade samtidigt och på samma villkor, ranking pari passu, gleichrangiger, respektive même rang*), vilken jag återkommer till nedan.

¹⁹ Se proposition 2006/07:65 s. 276–277.

²⁰ Öppenhetsdirektivet, skäl 22.

Mot en sådan relativt vid tolkning av artikel 18.1 talar emellertid såväl syftes- som systemtolkning – de tolkningsmetoder som inom EU-rätten anses ha företräde framför lexikaliska tolkningar.²¹ För det första syftar Öppenhetsdirektivet just till att säkra transparens och öppenhet i fråga om information från noterade bolag, och en systemtolkning av artikel 18.1 måste göras mot denna bakgrund.²² För det andra förstärks detta ytterligare av att den till artikel 18.1 direkt föregående rubriken gör det tydligt att artikeln gäller emittentens informationsgivning (”Krav på information från emittenter vars skuldebrev är upptagna till handel på en reglerad marknad”).²³ För det tredje finns det ingen referens i ingressen till att direktivet skulle innehålla några bestämmelser som inte kopplar till informationsgivning. I skäl (22) anges det i fråga om likabehandling istället att den ”löpande informationen till innehavare av värdepapper [...] bör även *fortsättningsvis* baseras på principen om likabehandling [min kursivering]”, vilket synes antyda att intentionen i direktivet varit att likabehandlingskravet avsett just information, och därtill möjligen rentav, givet lokutionen ”fortsättningsvis”, att kravet på likabehandling i direktiv 79/279/EEG och 2001/34/EG avsåg ett krav på likabehandling i informationshänseende.

²¹ Litteraturen är omfattande. Se till exempel Llorens, A., *The European Court of Justice, More than a Teleological Court*, Cambridge University Press, 2017 s. 373–398; Lasser, M., *Judicial Deliberations: A Comparative Analysis of Judicial Transparency and Legitimacy*, Oxford University Press 2004, s. 231; Arnull, A., *The European Union and Its Court of Justice*, Oxford University Press 2006, 2 uppl. s. 612; Schilling, T., *Beyond Multilingualism: On Different Approaches to the Handling of Diverging Language Versions of a Community Law*, *European Law Journal* 2010-16(1), s. 47 ff.; samt Paunio, E., *Legal Certainty in Multilingual EU Law*, Ashgate 2013, särskilt s. 193–194. Se även EPRS Briefing PE 599.364 (2017), s. 6 (”This is explained by numerous factors, in particular the open-ended and policy-oriented rules of the EU Treaties, as well as by EU legal multilingualism. Under the latter principle, all EU law is equally authentic in all language versions. Hence, the Court cannot rely on the wording of a single version, as a national court can, in order to give an interpretation of the legal provision under consideration. Therefore, in order to decode the meaning of a legal rule, the Court analyses it especially in the light of its purpose ‘teleological interpretation’ as well as its context ‘systemic interpretation’”) samt EPRS Briefing PE 595.914 s. 7–8.

²² Se såväl rubriken på direktivet som merparten av skälen i ingressen, bland annat (1)–(3), (5) och (7).

²³ För betydelsen av rubriksättning, kapitel med mera i tolkning av EU-rättsakter, som skiljer sig avsevärt från svensk rätt, se till exempel mål C395/18 stycke 38. Någon generell princip om likabehandling på värdepappersmarknaden eller för den delen i bolagsrätten synes inte heller finnas, se exempelvis stycke 37 i mål C101/08 och Mucciarelli, M., *Equal Treatment of Shareholders in European Union Law*, *European Company and Financial Law Review* 2010-7(1), s. 162.

Direkt praxis från EU-domstolen gällande tolkningen av artikel 18.1 saknas, men i Audiolux-målet (C101/08) var domstolen nära frågan, och målet ger stöd för en snäv tolkning av artikeln. I målet behandlade domstolen frågan ”huruvida det finns en allmän gemenskapsrättslig princip om likabehandling av aktieägare”.²⁴ Till stöd för en sådan princip åberopades bland annat artikel 42 i det andra bolagsrättsdirektivet²⁵ samt, av störst intresse i förevarande sammanhang, lista C, punkt 2 a i direktiv 79/279/EEG – alltså det krav på likabehandling av aktieägare som motsvarade bestämmelsen om likabehandling av obligationsinnehavare i direktiv 79/279/EEG som sedermera fördes över till artikel 78.1 i direktiv 2001/34/EG och därefter artikel 18.1 i Öppenhetsdirektivet.²⁶ Paralleller mellan domstolens tolkning av kravet på likabehandling av aktieägare i direktiv 79/279/EEG med det motsvarande kravet avseende obligationsinnehavare och i förlängningen artikel 18.1 i Öppenhetsdirektivet torde därmed kunna dras. I Audiolux-målet gav domstolen uttryck för att någon *generell* princip om likabehandling av aktieägare inte fanns i gemenskapsrätten. Beträffande bestämmelsen i direktiv 79/279/EEG konstaterar domstolen att räckvidden av denna ”är begränsad till vissa välvgränsade situationer”, och beträffande artikel 42 i direktiv 77/91/EEG konstateras att bestämmelsen endast ska tillämpas ”inom ramarna för direktivet” samt att ”det bekräftas av syftet med direktivet att det inte var gemenskapslagstiftarens avsikt att regeln om likabehandling [...] skulle tillämpas utanför de ramar som anges i direktiv[et]”. Appliceras samma syn på tolkningen av artikel 18.1 i Öppenhetsdirektivet framstår det som tydligt att artikeln ska läsas som ett krav på likabehandling avgränsat till informationshänseende.

Utifrån vad som nu konstaterats kan några slutsatser dras angående tolkningen och omfattningen av artikel 18.1 i Öppenhetsdirektivet.

²⁴ Se stycke 32 i mål C101/08.

²⁵ Direktiv 77/91/EEG, motsvarande artikel 85 i det nu gällande kodifierade bolagsrättsdirektivet 2017/1132.

²⁶ Bestämmelserna var tämligen lika. Kravet på likabehandling avseende aktieägare låg under rubriken ”Skyldigheter för bolag vars aktier upptagits till officiell notering vid fondbörs” samt underrubriken ”Behandling av aktieägare”, och löd ”Bolaget skall se till att alla aktieägare i samma kategori behandlas lika”. Kravet på likabehandling avseende obligationsinnehavare låg under rubriken ”Skyldighet för emittenter vilkas skuldebrev upptagits till notering vid fondbörs” samt underrubriken ”Behandling av innehavare av skuldebrev”, och löd ”Företaget skall se till att alla innehavare av skuldebrev som har emitterats samtidigt och med samma villkor behandlas lika med avseende på alla rättigheter som är knutna till dessa skuldebrev”.

2.3 Uppställer artikel 18.1 ett krav på likabehandling i fråga om informationsgivning, och i så fall hur?

Det framstår från såväl artikelns formulering som en teleologisk och systematisk tolkning av bestämmelsen som helt klart att artikel 18.1 i *vart fall* uppställer ett krav på att en emittent av företagsobligationer är skyldig att behandla obligationsinnehavare lika i informationshänseende.

Utifrån detta blir en följdfråga hur långtgående kravet på informationsmässig likabehandling i artikel 18.1 är. Artikelns stadgar att (mina kursiveringar) ”[e]mittenten av skuldebrev som är upptagna till handel på en reglerad marknad skall se till att alla innehavare av skuldebrev som har *emitterats samtidigt och på samma villkor* behandlas lika med *avseende på alla rättigheter som är knutna till dessa skuldebrev* (pari passu).” Vart och ett av de ovan kursiverade orden kan på olika sätt användas för att begränsa artikelns innebörd. Givet såväl Öppenhetsdirektivets övergripande syfte, att säkra öppna och effektiva värdepappersmarknader där investerare får korrekt och fullständig information om emittenter,²⁷ som den specifika artikelns syfte, att säkra att den löpande informationen till innehavare av värdepapper som är upptagna till handel på en reglerad marknad baseras på principen om likabehandling,²⁸ vore det sannolikt felaktigt att läsa artikeln alltför snävt i relation till sin ordalydelse.

Wood läser exempelvis artikeln som att denna kan kringgå genom att det inte är *emittenten* som utför en handling innebärande olikabehandling, utan i stället ett dotterbolag, en bank eller en agent på emittentens uppdrag.²⁹ En sådan tolkning strider tydligt mot intentionen och syftet bakom artikeln, såväl som syftet med Öppenhetsdirektivet, och kan inte vara riktig utifrån principen om *effet utile*.³⁰

Skrivningen att emittenten ska behandla innehavare av skuldebrev som har *emitterats samtidigt och på samma villkor* lika skulle kunna läsas som att det skulle stå emittenten helt fritt att behandla innehavare av obligationer med olika villkor helt olika. Även om en sådan tolkning rent lexikaliskt *kan* göras utifrån artikelns formulering, skulle den givetvis också stå i strid med artikelns och direktivets syften. Denna formulering kanske snarare bör

²⁷ Se Öppenhetsdirektivet skäl (1).

²⁸ Se Öppenhetsdirektivet skäl (22).

²⁹ Se Wood, P., *International loans, bonds, guarantees and legal opinions*, Sweet & Maxwell 2019, 3 uppl., s. 435.

³⁰ Se Lenaerts, K., *L'égalité de traitement en droit communautaire. Un principe unique aux apparences multiples*, *Cahiers de droit européen* 1991-3, s. 38.

förstås i linje med hur generaladvokat Trstenjak anför att likabehandlingsprincipen avseende aktieägare, för att undvika en ”verklighetsfrämmande rigiditet”, inte kan tolkas som ett absolut förbud att behandla investerare olika, utan som att den kräver att en ”skillnad i behandling kräver att det finns tillräckligt sakliga skäl”.³¹ Läsningen är knappast intuitiv, men skulle då innebära att en emittent utifrån sakliga skäl behöver kunna motivera varför två investerare, som innehar obligationer med olika villkor, får olika information. Slutligen är frågan om skrivningen ”behandlas lika med *avseende på alla rättigheter som är knutna till dessa skuldebrev*” begränsar artikelns tillämpning. Givet att artikeln tar sikte på emittentens *löpande informationsgivning*, framstår det som rimligt att innebörden av skrivningen är att kravet på likabehandling avseende information är begränsad till den information som är av relevans för obligationsinnehavarna för utövande av rättigheterna som är knutna till skuldebrev i vid mening. Skulle en sådan avgränsning inte göras skulle det annars kunna anföras att *all* information en emittent ger en obligationsinnehavare skulle behöva ges till övriga obligationsinnehavare, såsom information obligationsinnehavaren eventuellt får i en annan kapacitet, eller om ett erbjudande om att teckna obligationer i en kommande emission, vilket inte kan vara riktigt. Ytterligare en tolkningsproblematik som här kan noteras är att den krets inom vilken likabehandling ska ske synes definieras på olika sätt i olika språkversioner. I den svenska språkversionen anges kretsen som innehavare av skuldebrev som ”emitterats samtidigt och på samma villkor”, vilket är en tämligen snäv grupp. Den engelska språkversionen definierar istället gruppen som innehavare av skuldebrev ”ranking pari passu”, vilket är en betydligt vidare definition. Den franska versionen kräver likabehandling av innehavare av obligationer ”de même rang”, vilket synes ligga närmast den engelska versionen, och i vart fall inte kan ha samma innebörd som den svenska. Den tyska språkversionen kräver likabehandling av ”Inhabern gleichrangiger Schuldtitel”, vilket även det skiljer sig betydligt från den svenska språkversionen, och snarare synes ge uttryck för samma krav som den engelska och franska versionen. Den danska versionen kräver vidare likabehandling ”af alle indehavere af sidestillede gældsbeviser”, vilket också skiljer sig från den svenska språkversionen.

³¹ Se mål C338/06 (Kommissionen mot Spanien) stycke 61 samt referenser till doktrin i fotnot 21.

2.4 Ger artikel 18.1 uttryck för en allmän unionsrättslig princip om likabehandling av obligationsinnehavare?

Inledningsvis nämndes att 18 kap. 3 § värdepappersmarknadslagen inte säl- lan betraktas som ett uttryck för en allmän princip om likabehandling av obligationsinnehavare. Gäller då detta för artikel 18.1 i Öppenhetsdirektivet? Även om tolkningen av artikeln inte är okomplicerad synes det mot bakgrund av analysen ovan stå klart att så inte är fallet. Såväl systematiska som teleologiska argument, med hänsyn till artikelns placering, rubricering och kontext samt Öppenhetsdirektivets syften, talar tydligt emot att artikel 18.1 ger uttryck för en allmän princip om likabehandling. Samma argument kan göras utifrån EU-domstolens tolkning av den motsvarande principen avseende aktieägare, som, trots att regler om likabehandling av denna art återfinns i ett stort antal direktiv och förordningar, inte bedömts utgöra en allmän princip.

2.5 Äger artikel 18.1 någon tillämpning utanför informationsområdet?

Så långt har konstaterats att artikel 18.1 inte kan anses ge uttryck för en allmän rättsprincip avseende likabehandling av obligationsinnehavare, men att den däremot bör antas uppställa ett relativt långtgående krav avseende informationsmässig likabehandling. Uppställer då artikeln några ytterligare krav på emittenten att behandla obligationsinnehavare lika?

Två argument talar för att en sådan tolkning av artikeln skulle kunna vara möjlig. För det första indikerar inte artikelns ordalydelse, läst för sig själv, att kravet på likabehandling skulle vara begränsat till informationsgivningsfrågor. För det andra härstammar artikeln ursprungligen från direktiv 79/279/EEG där den motsvarande bestämmelsen (bilagan till direktivet i lista D (A), punkt 1 a) inte synes ha varit begränsad till likabehandling avseende information.³² När bestämmelsen fördes över till direktiv 2001/34/EG och hamnade i artikel 78.1 placerades bestämmelsen i och för sig tillsammans med andra regler om informationsgivning, men rubrik och kontext i övrigt

³² Varken direktivets inledning, rubriksättning eller innehållet i övrigt antyder att fokus för bestämmelsen skulle vara informationsgivning. Observera dock vad som ovan sagts i avsnitt 2.2 om lokutionen ”även fortsättningsvis” i skäl (22) till Öppenhetsdirektivet, som möjligen indikerar att även bestämmelsen om likabehandling i direktiv 79/279/EEG skulle förstås som ett krav på likabehandling i informationshänseende.

indikerar inte att likabehandlingskravet i artikeln skulle ha varit begränsat till informationsgivningsfrågor.³³ Utifrån denna bakgrund skulle det kunna hävdas att när bestämmelsen sedermera fördes över till Öppenhetsdirektivet, så bör den antas ha samma innebörd som tidigare. Denna tolkning av 18.1 i Öppenhetsdirektivet har bland annat gjorts i Finland³⁴ och i Danmark.³⁵

Mot att artikeln bör anses medföra krav på en emittent att behandla obligationsinnehavare lika i andra hänseenden än emittentens informationsgivning talar först och främst både teleologisk och systematisk tolkning av artikeln, vilket behandlats i föregående avsnitt. En lexikalisk tolkning av artikeln utesluter inte heller den snävare tolkningen – som anförts ovan kan artikeln läsas som ett krav på informationsmässig likabehandling i fråga om den information som är av relevans för obligationsinnehavarna för utövande av rättigheterna som är knutna till skuldebrev. Det sätt på vilket artikeln fördes över från direktiv 2001/34/EG till Öppenhetsdirektivet talar också för att artikeln inte ska tillämpas annat än i informationshänseende. Om artikeln var avsedd att ha en så vid innebörd som motsvarande bestämmelse i direktiv 79/279/EEG och 2001/34/EG till synes haft framstår placeringen av artikeln i Öppenhetsdirektivet närmast som ett misstag, och såväl ingresskäl (22) som rubriksättningen vid artikel 18.1 framstår som direkt felaktiga, eller i vart fall tämligen ologiska – vilket skulle strida mot principerna om systematisk tolkning av EU-rätten och tolkningsläran om den rationella europeiska lagstiftaren.³⁶ Att artikel 18.1 ska tolkas som ett informationskrav

³³ Att artikeln inte synes ha varit avsedd att vara begränsad i tillämpningen till informationsgivningsfrågor får också stöd i att man i andra stycket i artikel 78.1 markerat att bestämmelsen inte förhindrar förtida inlösen av vissa skuldebrev – ett uttalande som hade varit överflödigt om artikeln ansågs begränsad till informationsgivning.

³⁴ Se Regeringens proposition till riksdagen med förslag till lag om ändring av värdepappersmarknadslagen och vissa lagar som har samband med den (RP 11/2015 rd) s. 28–29.

³⁵ Se 35 § Kapitalmarkedsloven (LBK nr 41 af 13/01/2023), som speglar kravet på likabehandling i 34 §, som avser likabehandling av aktieägare. Kapitlets rubrik är ”Ligebehandling af aktionærer m.v.”. Se vidare proposition L 155 av den 15 mars 2017 s. 128–130.

³⁶ Se Lenaerts, K. & Gutiérrez-Fons J., To Say What the Law of the EU is: Methods of Interpretation and the European Court of Justice, Academy of European Law Working paper 2013-9, s. 13–14: ”Systematic interpretation is based on the premise that the legislator is a *rational actor*. [...] Compliance with the principle of consistency requires not only that there should be a consistent interpretation among all the provisions of the Treaties, but also that the EU legislator should consciously take account of that principle. This means that each provision of EU law must be interpreted in such a way as to guarantee that there is no conflict between it and the general scheme of which it is part. As a token of rationality, the EU legislator must also avoid useless duplication. Accordingly, no provision of EU law should be redundant. Instead, each and every provision of that law must be

synes vidare vara den tolkning av bestämmelsen som gjorts i engelsk rätt, där artikeln implementerats i *Disclosure and Transparency Rules of the UK Listing Authority* ("DTR"), punkten 6.1.3(2).³⁷ Detta följer i princip redan av att artikeln implementeras just i DTR, men också av att artikeln har implementerats i avsnitt 6.1 avseende *Information requirements for issuers of shares and debt securities*.³⁸ Litteraturen på området är mycket begränsad, men Sébire m.fl. synes göra samma tolkning av artikeln som ett informationsgivningskrav, i vart fall utifrån fransk rätt.³⁹ Även i Norge har artikel 18.1 tolkats och implementerats som ett rent informationskrav.⁴⁰

Sammantaget får det konstateras, att även om det inte går att helt utesluta att artikel 18.1 ska anses äga tillämpning utanför informationsgivningsområdet, så framstår den övervägande mest sannolika tolkningen vara, att artikeln endast kräver att en emittent ska behandla obligationsinnehavare lika, med avseende på alla rättigheter som är knutna till dessa skuldebrev i informationshänseende.

3. Tolkingen av 18 kap. 3 § värdepappersmarknads- lagen i ljuset av EU-rätten

Utifrån analysen i föregående avsnitt kan några slutsatser dras om tolkingen av 18 kap. 3 § värdepappersmarknadslagen, som stadgar att "[e]n utgivare av skuldebrev skall se till att alla innehavare av sådana skuldebrev som har getts

interpreted in light of its '*effet utile*.'" Med detta inte sagt att det inte *de facto* sker olycksfall i arbetet i Bryssel.

³⁷ Det kan noteras att dessa regler och implementeringen av Öppenhetsdirektivet alltså fortfarande (maj 2023) är gällande i engelsk rätt trots Storbritanniens utträde ur EU (se inledningen till DTR).

³⁸ Därtill kan noteras att i de *Listing Rules* som implementerade artikel 78.1 i det tidigare gällande direktiv 2001/34/EG så implementerades principen som ett mer allmänt krav på likabehandling av obligationsinnehavare, se punkten 23.22(c) i FSA:s *Listing Rules* från år 2002.

³⁹ Se Sébire, M., m.fl., *The implementation of the EU Transparency Obligations Directive – a country-by-country analysis*, *Capital Markets Law Journal* 2008-3(2) s. 190, som under rubriken "Information for holders of securities" skriver (mina kursiveringar) "[m]ost of the *information requirements* for issuers whose shares or debt securities are admitted to trading on a regulated market, as described by Articles 17 and 18 of the TD, were already existing under French law, *including the requirements* for issuers to [...] ensure that holders of debt securities ranking *pari passu* are given equal treatment."

⁴⁰ Artikeln implementeras i norsk rätt i § 5–10 i verdipapirhandeloven (LOV-2006-06-29-75), som är en ren informationsgivningsregel, se proposition Ot.prp.nr. 34 (2006/07) s. 337–339 samt NOU 2006:3 s. 222–223.

ut samtidigt och på samma villkor behandlas lika när det gäller de rättigheter som är knutna till skuldebrevet”.

I likhet med den vida formuleringen i artikel 18.1 i Öppenhetsdirektivet gör formuleringen av paragrafen det möjligt att tolka den som en generell princip om likabehandling avseende obligationsinnehavare, motsvarande vad vi är bekanta med inom aktiebolagsrätten. Utifrån vad som konstaterats ovan om tolkningen av artikel 18.1 framstår emellertid en sådan tolkning av paragrafen som utgångspunkt som mindre övertygande, eftersom 18 kap. 3 § värdepappersmarknadslagen är en implementering av artikel 18.1 och därmed ska tolkas direktivkonformt. Givet att Öppenhetsdirektivet är ett s.k. *minimidirektiv* i denna del hindrar emellertid inte en direktivkonform tolkning att regeln om likabehandling i 18 kap. 3 § värdepappersmarknadslagen går längre än vad artikel 18.1 i Öppenhetsdirektivet gör, under förutsättning att det inte strider mot direktivets syften. En sådan tolkning torde däremot kräva någon form av stöd. I förarbetena till bestämmelsen nämns dock inget om hur bestämmelsen ska tolkas, eller huruvida den ska tillämpas i andra frågor än sådana avseende informationsgivning. Det enda som konstateras är tvärtom att paragrafen är en implementering av artikel 18.1 i svensk rätt, och utgör en ”bestämmelse med innehåll motsvarande direktivets”:

En emittent av skuldebrev som är upptagna till handel på en reglerad marknad skall enligt artikel 18.1 i öppenhetsdirektivet se till att alla innehavare av skuldebrev som har emitterats samtidigt och på samma villkor behandlas lika med avseende på alla rättigheter som är knutna till dessa skuldebrev. Det finns ingen motsvarighet i gällande svensk rätt. En bestämmelse med innehåll motsvarande direktivets bör därför införas.⁴¹

Detta torde innebära att bestämmelsen i värdepappersmarknadslagen inte ska tolkas som mer långtgående än direktivbestämmelsen.

4. Slutsats och några implikationer

Sammanfattningsvis implementerar 18 kap. 3 § värdepappersmarknadslagen artikel 18.1 i Öppenhetsdirektivet, och några andra motiv än att implementera artikeln i svensk rätt fanns inte. Eftersom artikel 18.1 i Öppenhetsdirektivet, mot bakgrund av vad som här anförts, med största sannolikhet endast

⁴¹ Se proposition 2006/07:65 s. 276–277. Jämför även avsnittet avseende artikel 17 (det motsvarande kravet avseende likabehandling av aktieägare) på s. 266 i propositionen. Någon ledning ges inte heller här om tolkningen av kravet.

ska anses ge uttryck för ett krav på likabehandling av obligationsinnehavare i informationshänseende, kan således 18 kap. 3 § knappast antas ge uttryck för ett krav på emittenter att behandla obligationsinnehavare i lika ställning lika utöver i fråga om informationsgivningen. Någon värdepappersmarknadsrättslig princip om likabehandling av obligationsinnehavare finns alltså inte.

Med detta sagt får 18 kap. 3 § värdepappersmarknadslagen antas uppställa ett långtgående krav på emittenter att behandla obligationsinnehavare lika i informationshänseende utifrån en direktivkonform tolkning. Därtill uppkommer specifika obeståndsrättsliga krav på likabehandling när emittenten är på (eller möjligen närmar sig) obestånd.⁴² Givetvis kan också krav på likabehandling följa av själva obligationsvillkoren.⁴³

Likväl innebär slutsatserna i denna artikel att ett krav på likabehandling saknas i ett antal situationer. Vad gäller till exempel avseende röstning vid obligationsinnehavarkommittén, vid villkorsändringar, vid obligationsagentens uppdragsutövande, vid emittentens återköp av utestående företagsobligationer, samt vid inlösen? Även i fråga om informationsgivningen från emittent till investerare, där vi med säkerhet kan säga att det finns ett krav på likabehandling, föreligger osäkerhet av minst två skäl. Tillämpning av en likabehandlingsprincip kräver en definition av dels vad som ska anses utgöra lika fall, dels vad som är tillräckligt olika fall för att motivera olikabehandling.⁴⁴ Dessutom måste man ställa sig frågan, när man har definierat vad som är lika och olika fall,⁴⁵ i vilken utsträckning fallen får behandlas olika. Det bör knappast kunna förhålla sig så att det faktum att två obligationer skiljer sig marginellt i villkorsutformningen innebär att det är fritt fram för emittenten

⁴² Se exempelvis Andrews, O., Borgenärskollektiv: En studie av fyra borgenärskollektivs rättsliga klassificering, *Jure* 2022, s. 35.

⁴³ Se till exempel de många krav på likabehandling som följer av Svensk värdepappersmarknads mallvillkor för företagsobligationer, tillgängliga på <https://svenskvardepappersmarknad.se/regelverk-och-sjalvreglering/avtal-villkor/>. Se även Göthlin, S., Prioritet och avtal – Intercreditoravtal i svensk rätt, särskilt om insolvens, *Jure* 2023, s. 210 f.

⁴⁴ Jämför diskussionen som förs om informationsmässig olikabehandling utifrån generalklausulerna i aktiebolagslagen (där det synes finnas gott om utrymme för diskussion och osäkerhet trots att generalklausulerna är relativt utförligt omskrivna) i Lidman, E., Informationsmässig likabehandling enligt aktiebolagslagen, *SvJT* 2021 s. 1.

⁴⁵ Som Hellner framhåller förutsätter ju likabehandlingsprinciper som sådana just att detta bestäms, eftersom principen om att ”lika skall behandlas lika [...] i och för sig är tom, eftersom den förutsätter att man redan avgjort vad som skall betraktas som lika”, se Hellner, J., Lagstiftning inom förmögenhetsrätten, Juristförlaget 1990, s. 182. Jämför även skillnaderna i formuleringen av artikel 18.1 i Öppenhetsdirektivet i de olika språkversionerna beträffande den grupp som ska likabehandlas (se avsnitt 2.3) som ger upphov till betydande tolkningsvägrigheter vad gäller direktivets innebörd i detta hänseende.

av obligationerna att behandla obligationsinnehavare i respektive grupp av obligationer olika, utan begränsningar. Rimligen bör det finnas något krav på sakliga skäl som motiverar olikbehandlingen och som är knutna till olikheterna i själva obligationerna.⁴⁶

Som konstaterades i avsnitt två anses ett krav på likabehandling vara centralt för aktiemarknadens funktion. Samma logik gör sig gällande på företagsobligationsmarknaden. Enligt uppgift från ledande rådgivare agerar idag aktörerna på marknaden på ett ansvarsfullt sätt och i många fall som om en princip om likabehandling existerar på marknaden (i vart fall i stora drag).⁴⁷ För att skydda investerarna och för att värna deras förtroende för företagsobligationsmarknaden, samt i förlängningen för att skydda marknadens funktion, framstår dock en översyn av rättsläget alltjämt som angelägen. Detta inte minst mot bakgrund av hur den ränteutveckling vi sett sedan år 2022 ökat och sannolikt kommer att fortsätta öka den ekonomiska pressen på många företag, och därmed erfarenhetsmässigt också tendensen för utsatta företag att använda sig av alla de medel som rättsligt står till buds för att säkra sin finansiering, även om det sker på vissa investerares bekostnad.

⁴⁶ Jämför otillbörlighetsrekvisitet i de aktiebolagsrättsliga generalklausulerna (7 kap. 47 § samt 8 kap. 42 § aktiebolagslagen) samt de detaljerade regler som finns om likabehandling i takeover-reglerna (Takeover-regler för Nasdaq Stockholm och Nordic Growth Market, punkt II.10–II.16). Jämför även de krav på att indelning i grupper i rekonstruktionsplanen ska ske på grundval av ”likvärdiga intressen” och baserat på kontrollerbara kriterier i 4 kap. företagsrekonstruktionslagen (2022:964), se vidare Göthlin, S., Prioritet och avtal – Intercreditoravtal i svensk rätt, särskilt om insolvens, *Jure* 2023, s. 261 ff.

⁴⁷ Stort tack till advokaterna André Andersson (Mannheimer Swartling) och Mikael Borg (Gernandt & Danielsson), som båda generöst delat med sig av sin erfarenhet och kunskap.