

Juridiska institutionen

Examensarbete på Juristprogrammet

Höstterminen 2013

30 HP

Krediträtt

Den passiva agenten

- En kritik av agentfunktionen på den svenska
företagsobligationsmarknaden

Malin Ek

Handledare: Claes Martinson

Examinator: Jens Andreasson



GÖTEBORGS UNIVERSITET
HANDELSHÖGSKOLAN

SUMMARY

Two different attitudes towards the function of the bond trustee¹ can be identified on the Swedish corporate bond market. The Swedish approach to the bond trustee is that the role should be administrative and, as a consequence of this, passive. In the Norwegian bond market the bond trustee is an active representative of the bondholders, having the discretion to make decisions on its own. The Norwegian approach is spreading to the Swedish market now that several investors and other players these days are active on both bond markets. This has led to a split in the Swedish bond market.

In order to achieve an active bond trustee more discretion is required in the Swedish standard bond loan agreement. Even if the bond trustee's attitude to its role and function has a great effect on which decisions it chooses to make, the Swedish bond trustee can at the present time hardly make any independent decisions at all. A bond trustee with the Norwegian approach would therefore find it difficult to justify independent decisions based on the current standard agreement. The effect of the current content is that most of the issues will be transferred to a bondholder meeting or a written procedure. This does not contribute to an effective market as it means higher costs and a lengthy decision making process on the Swedish market.

So far, no problems have emerged as a result of the bond trustee's passiveness. Only when the function of the bond trustee is put to the test, either by the bond trustee choosing to be more active due to influences from the Norwegian market, or by the bond trustee's passiveness leading to default of the issuer, the profits of an active bond trustee can become clear. As long as there are different attitudes to the role and function of the bond trustee on the market, the Swedish standard agreement will not reflect the common norms and behaviours. Thus it cannot create confidence in the market among the investors. As self-regulation, the Swedish standard agreement is hardly, in respect of this, efficient enough at the present time.

It is uncertain in Swedish law whether the bond trustee has the capacity of pleading directly in court without powers of attorney from the bondholders, or represent them in other contexts. The need of clarification in this aspect also in the Swedish market becomes clear after a review of the other Scandinavian bond markets. By giving the bond trustee the right to plead directly in court by equivalent regulation in Sweden, an active bond trustee can more easily be introduced to the Swedish bond market.

¹ Since Sweden does not have anything equivalent to the legal entity of trust and has not yet ratified the *Hague Convention on the Law Applicable to Trusts and on their Recognition*, the powers of the representative of the bondholders are built on an agency agreement between the bondholders and the bond trustee.

SAMMANFATTNING

Två olika förhållningssätt till agentfunktionen i obligationslån kan skönjas på den svenska företagsobligationsmarknaden. Den svenska synen på agenten är att den ska vara administrativ och, som en konsekvens av detta, passiv. På den norska marknaden är agenten en aktiv mellanman, som kan fatta vissa beslut på egen hand efter eget omdöme. Den norska synen har börjat sprida sig till den svenska marknaden eftersom flera investerare och andra aktörer numera är verksamma på båda obligationsmarknaderna. Detta har lett till en splittring på den svenska obligationsmarknaden.

För att agenten ska kunna bli mer aktiv krävs ett större diskretionärt utrymme i det svenska standardavtalet. Även om agentens eget förhållningssätt till sin roll och funktion har stor inverkan på vilka beslut som denne väljer att ta, kan den svenska agenten i dagsläget nästintill inte ta några självständiga beslut alls. En agent med den norska synen skulle således få svårt att motivera beslut tagna på egen hand med det standardavtal som finns idag. Effekten av den nuvarande utformningen är att de flesta besluten vidarebefordras till ett fordringshavarmöte eller ett skriftligt beslutsförfarande. Detta bidrar inte till en effektiv marknad eftersom det innebär högre transaktionskostnader och trögare beslut på den svenska marknaden.

Än så länge har inte några problem uppkommit i samband med den svenska agentens passivitet. Först när agentfunktionen ställs på sin spets, antingen genom att agenten väljer att vara mer aktiv på grund av influenserna från den norska marknaden, eller om agenten förblir passiv och det leder till att emittenten inte kan betala tillbaka ett obligationslån, blir det tydligt för aktörerna vad en aktiv agent kan bidra med. Så länge det finns olika förhållningssätt till agentens roll och funktion på marknaden ger inte standardavtalet uttryck för gemensamma normer och beteenden. Då kan det inte heller skapa förtroende för marknaden bland investerarna. Som självreglering är det svenska standardavtalet i dagsläget därför knappast effektivt i det avseendet.

Det är osäkert i svensk rätt huruvida agenten har en processrättslig kompetens att utan särskild fullmakt föra obligationsägarnas talan i domstol, eller att i andra sammanhang representera dem. Behovet av ett klagande i denna fråga även på den svenska marknaden blir tydligt vid en granskning av de andra skandinaviska obligationsmarknaderna. Får agenten talerätt genom liknande reglering i Sverige kan dessutom en aktiv agent lättare introduceras på den svenska obligationsmarknaden.

FÖRORD

Den här uppsatsen hade inte varit möjlig att skriva utan de intervjuer jag har fått tillfälle att genomföra med flera praktiker på den svenska och norska obligationsmarknaden. Jag vill därför passa på att tacka Maria Klaesson (Swedish Trustee AB), Jo Forfang och Fredrik Lundberg (Norsk Tillitsmann ASA), Carl Brodén, Jon Östrem och Fredrik Fors (CorpNordic AB), Mikael Bellander (Skandinaviska Enskilda Banken AB), Tarjei Unneland (Pareto Securities AB), Anton Alsö (If Skadeförsäkringar AB) samt Björn Sjöberg (DLA Nordic KB) som ställde upp på intervjuer.

Jag vill särskilt tacka Maria Klaesson som jag har kunnat bolla idéer med under arbetets gång vilket har varit mycket värdefullt. Dessutom vill jag tacka Elise Avsan (Advokatfirman Cederquist KB) som introducerade mig till ämnet och Rolf Skog (Juridiska institutionen, Göteborgs Universitet) som har förmedlat kontakter.

Göteborg den 20 december 2013

Malin Ek

SUMMARY	2
SAMMANFATTNING	3
FÖRORD	4
FÖRKORTNINGAR	7
1. EN OTILLRÄCKLIG AGENTFUNKTION PÅ DEN SVENSKA OBLIGATIONSMARKNADEN?	8
1.1 INTRODUKTION TILL ÄMNET	8
1.2 SYFTE – EN KRITISK GRANSKNING AV STANDARDAVTALETS REGLERING AV AGENTFUNKTIONEN	12
1.3 EN EMPIRISK METOD MED KOMPARATIVA INSLAG	13
1.4 KOMMENTAR TILL MATERIALET	14
1.5 DISPOSITION OCH AVGRÄNSNINGAR	16
1.6 ANDRA ARBETEN PÅ OMRÅDET	17
2. BEHOVET AV EN SJÄLVSTÄNDIG AGENT	19
2.1 FÖRETAGSOBLIGATIONSMARKNADENS UTVECKLING I SVERIGE	19
2.2 DEN SVENSKA LÅNETRADITIONEN	20
2.3 DEN NORSKA AGENTFUNKTIONEN UNDER FINANSKRISEN	22
2.4 AGENTENS FULLMAKT I STANDARDAVTALEN	24
2.4.1 DET SVENSKA STANDARDAVTALET	24
2.4.2 DET NORSKA STANDARDAVTALET	27
2.5 VARFÖR BEHÖVER AGENTEN HA ETT DISKRETIONÄRT UTRYMME?	29
2.6 ETT EXEMPEL FRÅN VERKLIGHETEN	31
2.6.1 BESLUTET OM EN TEMPORÄR WAIVER	32
2.6.2 BESLUTET OM EN PERMANENT NEDSÄTTNING I EGET KAPITAL	33
2.7 VARFÖR DEN SVENSKA AGENTEN OCKSÅ BEHÖVER ETT DISKRETIONÄRT UTRYMME	35
2.8 JÄMFÖRELSE MED BOND TRUSTEEN	36
2.8.1 TRUSTINSTITUTET	37
2.8.2 BOND TRUSTEEN	38
2.8.3 ÄR DEN SVENSKA AGENTEN MER LIK EN FISCAL AGENT?	41
3. BEHOVET AV EN OBEROENDE AGENT	43
3.1 EN OBEROENDE MELLANMAN OCH EN TYDLIG AGENTFUNKTION	43
3.2 AGENTENS OBEROENDE I FÖRHÅLLANDE TILL OBLIGATIONSÄGARNA	44
3.2.1 VILLKOR SOM SÄTTER OBLIGATIONSÄGARNA I ETT SÄMRE LÄGE ÄN ANDRA LÅNGIVARE	45
3.3 EN HELT OBEROENDE AGENT – ÄR DET MÖJLIGT?	46
4. AGENTENS PROCESSRÄTTSLIGA KOMPETENS	47

4.1	AGENTENS RÄTT ATT FÖRA OBLIGATIONSÄGARNAS TALAN	48
4.2	RÄTTEN ATT ANSÖKA OM KONKURS	51
4.3	DEN PROCESSRÄTTSLIGA KOMPETENSEN I NORGE	52
4.4	BOND TRUSTEENS PROCESSRÄTTSLIGA KOMPETENS	53
5.	<u>SJÄLVREGLERINGENS EFFEKTIVITETSPROBLEM</u>	55
5.1	MARKNADENS SJÄLVREGLERING	55
5.2	SVENSKA FONDHANDLARFÖRENINGEN	57
5.3	SJÄLVREGLERINGENS EFFEKTIVITET NÄR DET FINNS OLIKA ATTITYDER	58
5.4	EN REVISION AV STANDARDAVTALET?	60
5.4.1	ETT EXEMPEL PÅ EN BRIST I STANDARDAVTALET	60
5.5	BEHOVET AV OFFENTLIG REGLERING	61
5.5.1	REGLERING AV AGENTENS ROLL OCH FUNKTION	61
5.5.2	REGLERING AV DEN PROCESSRÄTTSLIGA KOMPETENSEN	62
6.	<u>EN UNDERMÅLIG AGENTFUNKTION</u>	65
6.1	EN PASSIV RESPEKTIVE AKTIV AGENT	65
6.2	PROBLEM MED ATT IMPLEMENTERA DEN NORSKA AGENTROLLEN PÅ DEN SVENSKA MARKNADEN	66
	<u>KÄLLFÖRTECKNING</u>	69

FÖRKORTNINGAR

A.a.	Anfört arbete
A.st.	Anfört ställe
Avtalslagen	Lag (1915:218) om avtal och andra rättshandlingar på förmögenhetsrättens område
EMTN	Euro Medium Term Notes
EU	Europeiska Unionen
FI	Finansinspektionen
ISIN	International Securities Identification Number
HB	Handelsbalken (1736:1232)
HD	Högsta Domstolen
KFM	Kronofogdemyndigheten
Konkursloven	Lov om gjeldsforhandling og konkurs (1984-06-08-58)
MTN	Medium Term Notes
NOK	Norska kronor
RB	Rättegångsbalken (1942:740)
SEK	Svenska kronor
Tvisteloven	Lov om mekling og rettergang i sivile tvister (2005-06-17-90)
UB	Utsökningsbalk (1981:774)
VPS	Verdipapirsentralen ASA (Värdepapperscentralen i Norge)

1. En otillräcklig agentfunktion på den svenska obligationsmarknaden?

1.1 Introduktion till ämnet

Svenska företag kan som ett alternativ till banklån finansiera sin verksamhet genom att emittera obligationer. En obligation (eng. *bond* eller *note*) är ett fritt överlåtbart räntebärande värdepapper och hör till kategorin löpande skuldebrev.² När det är företag, och inte exempelvis staten, som emitterar obligationer är det fråga om just företagsobligationer.

Obligationen är en del av kreditmarknaden, dvs. marknaden för lånat kapital.³ Ett företag som ger ut obligationer, en emittent (eng. *issuer*), kan därför jämföras med en låntagare i en bank.⁴ Investeringarna blir i sin tur långgivare till emittenten – vilket skiljer obligationen åt från andra investeringar som aktier och liknande. Liksom ett banklån tas de emitterade obligationerna upp som en skuld på emittentens balansräkning och finansieringen kallas oftast för obligationslån eftersom skuldebrevet återbetalas efter löptidens slut. Under löptiden betalar emittenten ränta till obligationsägarna.

För att kunna emittera företagsobligationer på den svenska obligationsmarknaden krävs att dessa är av en viss storlek eftersom de fasta kostnaderna är höga. Emissionerna ligger därför på mellan 250 och 500 miljoner kronor och obligationerna har en löptid på mer än ett år.⁵ En fördel med att emittera företagsobligationer är att företaget slipper sprida sitt ägande som kan vara fallet vid andra kapitalanskaffningsåtgärder som till exempel vid emissioner av aktier.⁶

Den svenska företagsobligationsmarknaden har traditionellt mestadels bestått av obligationer utgivna av emittenter med ett högt kreditbetyg. Kreditbetyget är baserat på en bedömning av kreditrisken och ger vägledning i emittentens återbetalningsförmåga.⁷ Emittenter som har en koppling till svenska staten kan som utgångspunkt få ett bättre

² Beckman, M., Björkman, M., Dahlström, R., Grundell, E., Holmstrand, E., Lundquist L., Rydin, U., Svensson, A-P. och Wiberg, J., *Rådgivning på värdepappersmarknaden*, 1 uppl., Liber, 2013, s. 32.

³ Beckman, M., Grundell, E., Lundquist, L., Svensson, A-P. och Wiberg, J., *Handel med finansiella instrument – kunskap för finansiell rådgivning*, 4 uppl., Liber, 2007 s. 13 f.

⁴ Sveriges Riksbank, *Den svenska finansmarknaden*, augusti 2013, s. 7.

⁵ Barr, D, *Den svenska företagsobligationsmarknaden – en förstudie*, Svenskt Näringslivs undersökning 29 september 2011, s. 5 f.

⁶ Beckman och Björkman m.fl., 2013, s. 37.

⁷ Lundquist, L., Rydin, U., Svensson, A-P. och Wiberg, J., *Administration av finansiella instrument – kunskap för finansiell rådgivning*, 4 uppl., Liber, 2007, s. 45.

kreditbetyg.⁸ Kreditbetygen sätts av kreditvärderingsinstitut och är dyra för företagen att skaffa sig då de kostar ungefär två miljoner kronor om året. Av denna anledning är det många svenska företag som saknar kreditbetyg.⁹

När emittenterna har höga kreditbetyg klassas obligationerna som lågriskobligationer (eng. *investment grade*) och emitteras ofta i form av standardiserade låneprogram, så kallade MTN- eller EMTN-program.¹⁰ Risken är lägre inom investment grade-segmentet eftersom emittentens kreditbetyg ligger mellan AAA och BB.¹¹ Trots att det endast är få svenska företag som har kreditbetyg har den svenska obligationsmarknaden dominerats av obligationslån inom investment grade-segmentet. De företag som var först med att emittera obligationer på den svenska marknaden har dock inte varit begränsade till den svenska obligationsmarknaden för finansiering då de har varit så stora att de även har kunnat vända sig till utländska marknader.¹²

Den 29 maj 2013 gav Svenska Fondhandlarföreningen¹³ ut ett icke bindande standardavtal för emissioner av företagsobligationer med hög risk. Bakgrunden var utvecklingen av högavkastande obligationer (eng. *high yield bonds*) på den svenska marknaden. Högavkastande obligationer innebär en högre risk eftersom emittenten har kreditbetyg B eller sämre.¹⁴ Den första emissionen gjordes i Sverige 2008 efter att bankerna, i sin roll som arrangörer¹⁵, började låta företag som tidigare hade varit utestängda från marknaden att emittera obligationer. Trots att företagen saknade kreditbetyg för investment grade-marknaden ansåg bankerna att de var lämpliga som emittenter. Lösningen blev fler villkor i lånedokumentationen än i de traditionella obligationslånen, men fortfarande färre än i ett traditionellt banklån.¹⁶

⁸ Gunnarsdottir, G. och Lindh, S, *Marknader för svenska icke-finansiella företags lånebaserade finansiering*, Penning- och valutapolitik 2011:2 s. 33 f.

⁹ Sveriges Riksbank, s. 30 ff, se not 3.

¹⁰ MTN står för *Medium Term Notes* vilket syftar på instrumentets löptid. Med long term avses en längre löptid och med short term en kortare. Medium term är ett mellanting. Löptiden kan dock variera mellan allt från nio månader till flera decennier. Se Wallin-Norman, K., *Finansiella Instrument*, 1 uppl., Jure Förlag, 2011, s. 52. EMTN står för *Euro Medium Term Notes* och är ett större utländskt låneprogram som vanligtvis är baserat på engelsk rätt.

¹¹ Beckman och Björkman m.fl., 2013, s. 32 ff.

¹² Se Gunnarsdottir och Lindh, 2011, s. 33.

¹³ Svenska Fondhandlarföreningen är en samarbetsorganisation för företag som driver värdepappershandel i Sverige. Samtliga av de svenska storbankerna är medlemmar. Se <http://www.fondhandlarna.se/index.php/om-foereningen/medlemmar> hämtad 7/11 2013.

¹⁴ Beckman och Björkman m.fl., 2013, s. 37.

¹⁵ Arrangören (eng. *arranger*) är den bank som har emittentens uppdrag att sätta samman obligationen och att sedan sälja den. I Sverige benämns arrangören ofta emissionsinstitut även om det begreppet kan ha en mer snäv betydelse. I uppsatsen använder jag fortsättningsvis begreppet emissionsinstitut i samma betydelse som arrangör.

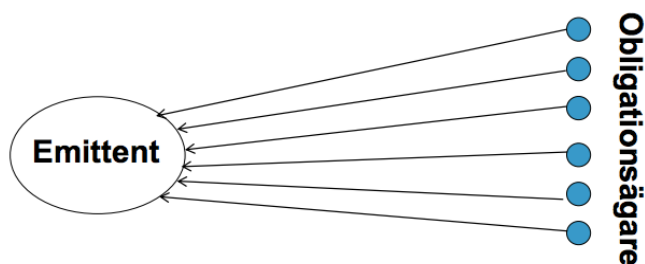
¹⁶ Intervju med Mikael Bellander, SEB, 15/10 2013.

Den lånedokumentation som har använts vid emissioner före standardavtalet har framförallt baserats på MTN-programmen inom investment grade-segmentet. På en high yield-marknad leder en sådan dokumentation emellertid till ett svagt skydd för investerarna, det vill säga obligationsägarna, eftersom den inte är anpassad till förutsättningarna på en sådan marknad.¹⁷ Eftersom högavkastande obligationer oftast kräver fler åtaganden från emittentens sida, då risken är högre, behövde nya villkor förhandlas fram mellan parterna vid varje emission. Med anledning av detta såg bankerna ett behov av att standardisera dokumentationen på high yield-marknaden.

Detta gjordes via medlemskapet i Svenska Fondhandlarförningens Kreditobligationsgrupp. Branschorganisationen var ett lämpligt forum då den tidigare har gett ut annan självreglering på värdepappersmarknaden. Vid utformningen hämtades referenser från den norska marknaden men också från den europeiska obligationsmarknaden. Referenserna översattes sedan till en svensk kontext.¹⁸

I och med införandet av högavkastande obligationer på marknaden har det blivit allt vanligare att investerarna har företräts av en mellanman. I svenska obligationslån kallas mellanmannen för agent, vars funktion har inspirerats av *bond trustee* som bygger på en utländsk rättsfigur.¹⁹ Agenten är en oberoende mellanman vars uppgift först och främst är att se till att obligationsägarnas rättigheter under obligationsvillkoren respekteras av emittenten. På så sätt får emittenten endast en part att förhålla sig till istället för hela obligationsägarkollektivet. Se figur 1 och 2 nedan.

Figur 1. Obligationsslån utan agent.²⁰



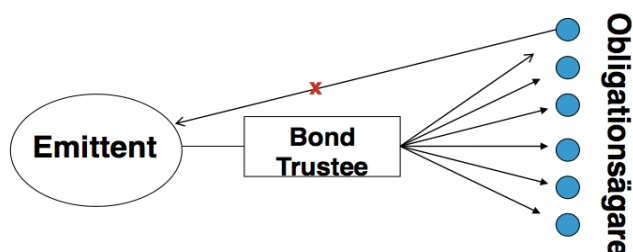
¹⁷ Telefonintervju med Anton Alsö, If, 22/10 2013.

¹⁸ Intervju med Mikael Bellander, SEB.

¹⁹ En bond trustee är en förvaltare enligt rättsinstitutet *trust* medan agenten är fullmäktig enligt en avtalsrättslig konstruktion då trustinstitutet saknas i svensk rätt. Se mer om detta under avsnitt 2.8.

²⁰ Illustrationerna i fig. 1 och 2 kommer från en presentation av Swedish Trustee, s. 3, se http://www.swedishtrustee.se/uploads/documents/ST-present_28-08.pdf, hämtad 30/10 2013.

Figur 2. Obligationslån med agent (obligationsägarna kan ej rikta individuella krav mot emittenten).²¹



Efter att högavkastande obligationer började emitteras i Sverige har marknaden kritiserats för vara oförutsebar och otydlig. Oklarheter i svensk rätt kring agentens roll och funktion har lyfts fram som ett exempel på det.²² Agentfunktionen är inte föremål för någon offentlig reglering²³ och det är inte heller obligatoriskt med en agent i obligationslånen. Innan standardavtalets tillkomst saknades därför riktlinjer för vad agenten får och inte får göra. Standardavtalet är en del av marknads självreglering och är inte bindande, varken för medlemmarna i fondhandlarföreningen eller andra aktörer. Genom en utspridd användning kan dock villkoren komma att utgöra marknadspraxis vilket kan bli vägledande i en eventuell tvist mellan parterna.

Enligt villkoren i standardavtalet är agentens funktion ganska administrativ. Agenten ska agera på obligationsägarnas vägnar och fungera ungefär som en brevlåda mellan parterna. Ibland behöver den dock vara lite mer än så. Agenten kan därför, när det i uppenbara fall ligger i obligationsägarnas intresse, göra justeringar i obligationsvillkoren. Den kan även, när det är uppenbart att emittenten inte kommer kunna betala räntor och liknande, *accelerera* obligationerna, vilket innebär att de ska återbetalas innan löptiden har tagit slut.²⁴

Alla aktörer på obligationsmarknaden delar dock inte denna uppfattning av agentfunktionen. Investorer och andra aktörer som även verkar på den norska marknaden menar att det för en effektiv obligationsmarknad krävs att agenten kan fatta fler självständiga beslut när det är nödvändigt. Agentfunktionen är enligt aktörerna betydligt mer än en brevlåda mellan parterna – agenten ska kunna agera själv när det behövs. En av grunderna till en effektiv marknad är just en självständig agent.²⁵

²¹ Swedish *Trustee* har influerats av sin norska ägare och använder därför begreppet *bond trustee*.

²² Se till exempel tidningsartiklarna "Kräver nya regler för obligationer" i Dagens Industri 12/9 2012 och "Obligationer – ett alternativ och komplement" i Fastighetsvärlden nr 5-6 2012.

²³ Jfr avsnitt 1.4 nedan.

²⁴ Intervju med Mikael Bellander, SEB.

²⁵ Intervju med Jo Forfang, Norsk Tillitsmann, och Maria Klaesson, Swedish Trustee, 15/10 2013 och telefonintervju med Anton Alsö, If.

På den norska obligationsmarknaden har Norsk Tillitsmann ASA nästintill en monopolställning som agent i obligationslån.²⁶ Bolaget bildades 1993 och ägs bland annat av de norska bankerna och livförsäkringsbolagen. Som den ledande agenten på den nordiska marknaden hade Norsk Tillitsmann 2013 cirka 2 000 uppdrag till ett värde på över 1 000 miljarder NOK.²⁷

Den norska företagsobligationsmarknaden för högavkastande obligationer är äldre än den svenska marknaden och ligger därför längre fram i utvecklings- och mognadsgrad. Norsk Tillitsmann har varit en aktiv aktör sedan början av 1990-talet och har därför en tydlig roll på marknaden, vilket har underlättat för en väl fungerande high yield-marknad. De norska företagen har dessutom haft ett helt annat kapitalbehov i Norge än de svenska bolagen, vilket har bidragit till marknadens utveckling.²⁸ High yield bonds började emitteras i Norge redan 2004, flera år tidigare än i Sverige.²⁹

Det svenska bolaget Swedish Trustee AB ägs bland annat av Norsk Tillitsmann.³⁰ Swedish Trustee är tillsammans med det danskägda bolaget CorpNordic AB³¹ verk samma som agenter på den svenska marknaden. Swedish Trustees inträde på den svenska marknaden har inneburit att den norska traditionen även har fått fäste här. CorpNordics inställning till sin roll som agent är istället mer i linje med de svenska bankernas uppfattning.

1.2 Syfte – En kritisk granskning av standardavtalets reglering av agentfunktionen

Mitt syfte med uppsatsen är att kritiskt granska den inriktning som agentrollen har fått i Sverige med anledning av det svenska standardavtalet. Då avtalet är anpassat till den svenska företagsobligationsmarknaden har agenten fortfarande mer utav en administrativ funktion. Det svenska traditionella förhållningssättet till agentfunktionen, som standardavtalet bygger på, kommer att diskuteras och visas genom exempel.

²⁶ Ungefär 90 procent av obligationerna på den norska marknaden finns i Norsk Tillitsmanns portfölj. De obligationslån som inte återfinns i bolagets portfölj utgör huvudsakligen delar av större utländska obligationsprogram. Se http://www.trustee.no/en/tema/les/bond_trustees_in_norway/ hämtad 2/10 2013 och Norsk Tillitsmann, *Tillitsmenn for obligasjonslån mv – ulike forhold knyttet til søkmålskompetense* (brev till Finansdepartementet 27/10 2009), s. 2.

²⁷ http://www.trustee.no/om_oss/selskapsinformasjon/ hämtad 2/10 2013.

²⁸ Telefonintervju med Anton Alsö, If.

²⁹ Intervju med Jo Forfang, Norsk Tillitsmann, och Maria Klaesson, Swedish Trustee.

³⁰ Swedish Trustee AB ägs till 51 procent av Norsk Tillitsmann ASA och till 49 procent av Stiftelsen Ackordcentralen.

³¹ CorpNordic AB ägs av CorpNordic Denmark A/S.

Eftersom den norska marknaden är större och mer utvecklad borde större vikt ha lagts vid den norska synen på agentfunktionen när de svenska villkoren skulle utformas. Jag kommer därför att jämföra de två agentrollerna och sedan argumentera för varför den svenska marknaden behöver en agentroll mer lik den norska. Argumentationen utgår från antagandet att den gemensamma ståndpunkten utgör strävandet efter en effektiv och välfungerande marknad. Den relevanta frågeställningen i det här avseendet är: varför behöver marknaden en aktiv och oberoende agent för att bli effektiv?

Dessutom råder det osäkerhet i vilken mån agenten kan företräda obligationsägarna i domstol och andra myndigheter utan särskild fullmakt. Ett klagörande i lagstiftning eller rättspraxis hade varit önskvärt i de processrättsliga frågor som obligationsvillkoren ger upphov till. Syftet är därför också att beskriva agentens rättsliga kompetens och peka på regleringsbehoven. Investeringarna är beroende av att marknaden är tillförlitlig och effektiv i den meningen att den fungerar väl. Standardisering kan bidra till detta eftersom de normer som skapas stärker förtroendet för marknaden.³²

Hur effektivt standardavtalet blir när det råder olika attityder bland marknadens aktörer, liksom när det är osäkert huruvida det civilrättsliga avtalets processuella rättsverkningar är begränsade, kan dock ifrågasättas. Frågeställningarna är följande: vilken betydelse får osäkerheten angående agentens processrättsliga kompetens för agentfunktionen som helhet och vad får olika attityder till agentens roll och funktion för inverkan på marknadens självreglering?

1.3 En empirisk metod med komparativa inslag

Den kritiska granskningen av agentfunktionen på den svenska marknaden har genomförts med hjälp av en kombinerad empirisk och jämförande metod. Eftersom det saknas traditionella rättskällor på området kan vägledning i agentens roll och funktion endast hämtas från marknadens självreglering. Därför har det svenska standardavtalet analyserats och sedan jämförts med det standardavtal som finns på den norska marknaden. Det är inte uppsatsens syfte att göra en fullständig komparativ studie mellan det svenska och det norska rättsystemet eller dess respektive reglering av obligationsmarknaden. De norska villkoren används istället för att belysa när agentens roll och funktion är mer passiv i det svenska standardavtalet. Därför är det snarare fråga om en implicit komparation.³³

³² Se Afrell, L. och Jansson, P-O., *Regelstrukturen på värdepappersmarknaden i Börsrätt*, 3 uppl., red: Sevenius, R. och Örtengren, T., Studentlitteratur, 2012, s. 94 f.

³³ Se Valguarnera, F., *Den komparativa metoden i Juridisk metodlära*, red: Korling, F. och Zamboni, M. Studentlitteratur, 2013, s. 141.

Utan de sedvanliga rättskällorna har aktörernas uppfattningar och tolkningar varit av stor vikt för förståelsen av standardvillkoren. I den del metoden är empirisk ska belysas att det är frågan om en kvalitativ metod eftersom endast ett fåtal aktörer på marknaden har intervjuats. Urvalet är baserat på de aktörer som har varit aktiva i processen att ta fram de nya villkoren och de som verkar på marknaden. Syftet har varit att få ta del av de största och mest aktiva aktörernas syn på agentfunktionen på obligationsmarknaden.

Den norska obligationsmarknaden är effektiv och mer utvecklad än den svenska marknaden. På grund av den norska agentens starka ställning på marknaden har den norska agentfunktionen utgjort förebilden för min kritiska granskning. Det norska standardavtalet som reglerar agentfunktionen är 20 år gammalt och har reviderats under tiden som en stark agentroll har vuxit fram på den norska obligationsmarknaden.

Liksom i Sverige är agentfunktionen i Norge konstruerad genom avtal. Den svenska avtalslagen härstammar från ett nordiskt samarbete, vilket innebär att de avtalsrättsliga reglerna liknar varandra i Sverige och Norge.³⁴ Eftersom det inte är allmänna rättsprinciper som ska jämföras, utan civilrättsliga konstruktioner, innebär det inga särskilda problem att ta ställning till vid tillförandet av utländsk rätt. Syftet har varit att använda den norska obligationsmarknaden som en referens för en effektiv marknad. Det norska standardavtalet utgör även empiriskt material eftersom det används för att beskriva agentrollens riktning i Norge.³⁵

1.4 Kommentar till materialet

Det empiriska materialet består framförallt av intervjuer med praktiker. De frågor som har ställts har handlat om hur standardvillkoren som rör agenten ska tolkas, hur väl de speglar praktikernas uppfattning av agentfunktionen i Sverige, innebörden av agenternas inträden på den svenska marknaden, vikten av en oberoende och självständig mellanman, huruvida självregleringen är tillräcklig eller om lagstiftning eller rättspraxis krävs, skillnader mellan den svenska och norska marknaden samt om agentrollen kan komma att ändras i framtiden.

Underlaget bygger sålunda på praktikernas egna uppfattningar av agentfunktionen. Det kan bli problematiskt att dra generella slutsatser från ett sådant material. Skillnaderna mellan den svenska och norska obligationsmarknaden ger dock vissa indikationer på de olika agentrollernas inverkan på marknadens utveckling. Läsaren uppmanas emellertid att hålla denna svaghet i materialet i åtanke.

³⁴ Se Dotevall, R., *Fullmakt och immateriella tjänster*, Norstedts Juridik, 2013, s. 18.

³⁵ Jfr Sandgren JT 1995-96 s. 1041.

Till stöd för min argumentation har jag framförallt använt intervjuerna med aktörer som är aktiva på den norska marknaden. Särskilt två aktörer har använts som källa i stor omfattning, vilket jag vill uppmärksamma läsaren på. Min avsikt har dock varit att redogöra för olika inställningar till agentfunktionen. Avgörande för mina slutsatser har varit det underlag som tydligast har visat en effektiv marknad. Jag har utgått från låga transaktionskostnader, flexibilitet samt förtroende från allmänheten som parametrar på det.

Det rättsliga materialet består av det svenska och det norska standardavtalet. Materialet är speciellt ur två aspekter. För det första har standardavtalen inte utformats enligt den ordinära lagstiftningsprocessen, och det saknas därför förarbeten och andra tolkningsunderlag. Det är av denna anledning av stor vikt att få praktikers tolkning då de väl känner till marknaden och ibland även är med och skapar självregleringen. Den andra aspekten är att standardavtalen utgör icke-bindande självreglering och därför skiljer sig från de traditionella rättskällorna. Effekten på marknaden blir därför en annan än vid fallet med offentlig reglering.

Företagsobligationer regleras i huvudsak inte av lagstiftning eller annan offentlig reglering. Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden innehåller visserligen en definition av finansiella instrument³⁶ och övergripande bestämmelser som till exempel krav på emittenter, men i övrigt saknas regler som rör företagsobligationer.³⁷ I lag (1991:980) om handel med finansiella instrument kan reglerna om skyldigheten att upprätta prospekt bli tillämpliga om obligationerna är upptagna till handel på en reglerad marknad. Lag (1936:81) om skuldebrev innehåller övergripande regler om skuldebrev och några enstaka regler om just obligationer, till exempel var betalningen anses fullgjord och rätten att uppbära ränta för innehavare av räntekuponger.

För obligationer som är kontoförda gäller lag (1998:1479) om kontoföring av finansiella instrument. Med kontoförd menas att rättigheten till obligationen är registrerad hos Euroclear³⁸ och genom registreringen blir obligationen *dematerialiserad*.³⁹ Lagen innehåller vissa regler om förvaltare men då avses inte förvaltare i agentrollens mening utan istället den som är registrerad som innehavare av ett visst avstämningskonto utan att själv vara ägare till innehavet.⁴⁰ Lag (2003:1223) om utgivning av säkerställda

³⁶ Ett överlåtbart värdepapper utgör ett finansiellt instrument enligt 1 kap 4 § p. 1 värdepappersmarknadslagen.

³⁷ Den i det här sammanhanget mest relevanta regeln finns i 18 kap 4 § 1 st värdepappersmarknadslagen som stadgar att en utgivare inte får hindra en innehavare att utöva sina rättigheter genom fullmakt.

³⁸ Lagen är tillämplig endast på konton hos en central värdepappersförvarare, så kallade avstämningskonton, varav Euroclear Sweden är det enda i Sverige. Se Wallin-Norman, K., *Kontorätt - Rätt till kontoförda värdepapper*, Jure Förlag, 2009, s. 27.

³⁹ Jfr a.a., s. 130.

⁴⁰ Se Wallin-Norman, 2009, s. 72 f.

obligationer gäller inte företagsobligationer utan endast obligationer utgivna av banker och kreditmarknadsföretag.⁴¹ I övrigt saknas lagregler för obligationer.

1.5 Disposition och avgränsningar

Agentfunktionen så som den ser ut idag kommer att kritiseras och jämföras med funktionen på den norska marknaden. Utgångspunkten i argumentationen är att det svenska standardavtalet är otillräckligt eftersom det går i riktningen mot en passiv agentfunktion. Argumenten för en mer självständig agent kommer att presenteras följt av en diskussion om agentens oberoende. Därefter diskuteras den processrättsliga aspekten och slutligen analyseras självregleringens effektivitet och behovet av annan reglering på området.

Efter denna del följer en avslutande diskussion avseende de slutsatser som har dragits under argumentationen och de problem som kan uppstå på den svenska marknaden vid införandet av en mer aktiv agent.

Löptiden för företagsobligationer är ett år eller längre och därför används de främst för investeringar eller förvärv. När löptiden är kortare än ett år är det istället fråga om företagscertifikat, vars syfte framförallt är att finansiera företagets mer kortsiktiga likviditetsbehov.⁴² I denna uppsats ligger dock fokus på företagsobligationer varför certifikat eller andra typer av finansiella instrument inte kommer att behandlas.

Jag har inte heller för avsikt att mer än övergripande behandla trustinstitutet som är bakgrunden till agenten i utländska obligationslån. För att introducera agentens ursprung kommer trusten att tas upp, men uppsatsens fokus ligger på den skandinaviska avtalsrättsliga konstruktionen.

I min argumentation utgår jag från det svenska standardavtalet. Att parterna i varje enskilt fall är fria att modifiera villkoren till den aktuella situationen och därmed skapa en mer aktiv agent är naturligtvis möjligt då standardavtalet inte utgör bindande reglering. Eftersom standardvillkoren kan få stor inverkan på marknadspraxis utgår jag dock från standardavtalet med den ursprungliga utformningen.

Med den svenska obligationsmarknaden avser jag marknaden för företagsobligationer som är *denominerade* i svenska kronor.⁴³ Utöver de nationella marknaderna finns även

⁴¹ 1 kap 1 § lag (2003:1223) om utgivning av säkerställda obligationer.

⁴² Barr, 2011, s. 2.

⁴³ Med *denominerade* menas att de är utgivna i en viss valuta. Ordet *denominera* betyder "[a]tt uttrycka något i termer av en given monetär enhet, till exempel säkerheter denominerade i dollar" enligt Konjunkturinstitutets ordlista, se <http://www.konj.se/884.html> hämtad 11/11 2013.

eurobondmarknaden, som ligger utanför ländernas jurisdiktioner. Eurobonds kan vara utgivna i flera olika valutor och är alltså inte knutna till varken euron eller EU. Istället är obligationerna uppkallade efter det faktum att de är utgivna av ett företag i ett land men denominerade i ett annat lands valuta.⁴⁴ Om annat inte framgår av texten avses företagsobligationer denominerade i SEK eller NOK. Obligationer utgivna av staten, banker eller andra aktörer behandlas inte. Slutligen ligger sakrättsliga frågor utanför uppsatsens ram och kommer därför inte att diskuteras.

1.6 Andra arbeten på området

Det finns nästan ingen svensk litteratur i ämnet. Utländsk litteratur har kunnat användas i de delar som avser trustinstitutet och agentfunktionen i obligationslån generellt. En studie av Daniel Barr från 2011 "Den svenska företagsobligationsmarknaden – en förstudie" har också varit till stor hjälp för att få en bakgrundsförståelse för ämnet.⁴⁵ När studien publicerades fanns ännu inte Swedish Trustee på den svenska marknaden och CorpNordic var inte heller etablerade i lika stor omfattning då som nu.

Det finns även en studentuppsats som förtjänar uppmärksamhet. Isac Outinen och Joakim Forsbergs uppsats "En trustee på den svenska finansmarknaden - problem och framtid" finns publicerad på Swedish Trustees hemsida och tar upp trustinstitutet och de problem som uppkommer med att den svenska agentfunktionen försöker efterlikna den anglosaxiska föregångaren.⁴⁶ Uppsatsen skrevs samtidigt som Swedish Trustees inträde på den svenska obligationsmarknaden.

Någon studie av agentens roll och funktion i förhållande till investerarna på den svenska marknaden finns inte så vitt jag vet. Agenten, som i och för sig är en avtalsrättslig funktion, bygger dock på bond trusteeen i utländska obligationslån. Litteratur som behandlar bond trusteeens roll och funktion har därför bidragit till undersökningen. Standardavtalet gavs ut tidigare i år och har av den anledningen ännu inte behandlats i litteraturen.

⁴⁴ Se Richelson, H. och Richelson S., *Bonds – the Unbeaten Path to Secure Investment Growth*, 2 ed., John Wiley & Sons, 2011, s. 256.

⁴⁵ Studien har publicerats av Ackordscentralen, se http://ackordscentralen.se/sites/default/files/forstudie_foretagsobl_20111102.pdf hämtad 24/9 2013.

⁴⁶ Se http://www.swedishtrustee.se/uploads/documents/Isac_Outinen_och_Joakim_Forsberg_1.pdf hämtad 24/9 2013.

Magnus Wieslanders artikel i tidskriften Juridisk Publikation "Om avtal om talerätt och talförbud på företagsobligationsmarknaden i Sverige"⁴⁷ har bidragit till klargörandet av agentens processrättsliga kompetens och är också värd att nämnas i sammanhanget.

⁴⁷ Juridisk Publikation nr 2/2012, s. 263. Artikeln bygger på examensuppsatsen "Förvaltarfunktionen på den svenska företagsobligationsmarknaden" från 2012.

2. Behovet av en självständig agent

Om agenten i ett obligationslån själv kan fatta vissa beslut som rör lånet innebär det att obligationsägarna inte behöver sammankallas till ett fordringshavarmöte lika ofta. En effekt av detta är lägre transaktionskostnader. Det leder också till att besluten kan tas fortare. Att agenten själv ska fatta beslut på obligationsägarnas vägnar går emellertid emot den svenska synen på agenten som en brevlåda mellan parterna.

En utveckling av high yield-segmentet har börjat ske på den svenska marknaden.⁴⁸ Detta medför större sannolikhet för att situationer kan uppstå där emittenten får betalnings-svårigheter. Det svenska förhållningssättet till agenten blir problematiskt i sådana situationer. På en företagsobligationsmarknad som innehåller högavkastande obligationer behövs nämligen en mellanman som kan vara mer än en brevlåda mellan parterna.

2.1 Företagsobligationsmarknadens utveckling i Sverige

Finanskrisen som startade i USA 2008 fick stora efterverkningar för det globala finanssystemet. För företagsobligationsmarknaden har krisen emellertid bidragit till dess utveckling. Under 2009 vände sig nämligen många företag till den europeiska obligationsmarknaden för att få tillgång till krediter när bankerna ströp kreditförseln.⁴⁹

Under finanskrisens första år emitterades den första high yield-obligationen i Sverige. Utvecklingen av företagsobligationsmarknaden inom high yield-segmentet fortsatte sedan starkt till och med 2011. Då stannade utvecklingen av något eftersom finanskrisens efterslänrare, eurokrisen, ledde till att investerarna blev mer benägna att finna tryggare investeringar än högavkastande obligationer.⁵⁰ Företagsobligationerna, inom både investment grade- och high yield-segmentet, utgjorde i början av 2011 endast sju procent av upplåningen på den svenska obligationsmarknaden, drygt 180 miljarder kronor.⁵¹

Vid utgången av 2012 hade företagens upplåning på den svenska obligationsmarknaden ökat till nästan 230 miljarder kronor. Företagsobligationerna utgjorde dock fortfarande en liten del av volymen på den totala obligationsmarknaden som då var 2 764 miljarder kronor. Av investerarna på obligationsmarknaden har största delen utgjorts av

⁴⁸ Se Barr, 2011, s. 4.

⁴⁹ A.a., s. 1.

⁵⁰ Gunnarsdottir och Lindh, 2011, s. 35 f.

⁵¹ Barr, 2011, s. 3.

försäkringsbolag följt av utländska placerare och banker. Bankernas obligationsinnehav var vid utgången av 2012 drygt 13 procent av volymen.⁵²

Agentfunktionen är ny på den svenska företagsobligationsmarknaden.⁵³ Svenska emittenter har dock tidigare emitterat obligationer på den norska obligationsmarknaden och då varit representerade av Norsk Tillitsmann.⁵⁴ Redan före Swedish Trustees inträde på den svenska obligationsmarknaden hade emittenterna således upplevt det norska förhållningssättet till agentfunktionen.

Innan de högavkastande obligationerna började förekomma på den svenska marknaden sköttes det mesta av emissionsinstituterna. Agenterna tog sedan över rollen som investerarnas företrädare inom high yield-segmentet, vilket innebar att emissionsinstituterna inte längre företrädde olika intressen samtidigt. En annan viktig skillnad som detta innebar var att obligationsägarna skulle behandlas som ett kollektiv. De kunde inte längre själva rikta krav mot emittenten utan detta var upp till agenten att sköta. I MTN-program och obligationer med lägre risk saknas ibland agenten. Förklaringen är att agenten inte anses nödvändig när riskerna inte är lika stora som i högavkastande obligationer.⁵⁵ I Norge är däremot en agent inblandad under obligationslånets löptid i 95 % av samtliga obligationer, även om det inte heller där är ett obligatorium.⁵⁶

2.2 Den svenska lånetraditionen

Banklånetraditionen är stark i Sverige och obligationsmarknaden har länge endast setts som ett komplement till företagets ordinära finansiering. Den svenska obligationsmarknaden skiljer sig därför till stora delar från den amerikanska marknaden som är världens mest utvecklade obligationsmarknad.⁵⁷ I USA är traditionen att företagen finansierar sin verksamhet genom obligationsemissioner istället för banklån.

I Sverige består däremot finansieringen traditionellt mestadels av banklån. Anledningen tros vara att företagen tack vare en god relation med sin bank har fått förmånliga räntor.⁵⁸ Detta, tillsammans med den starka traditionen bakom banklånen som finansieringskälla, har gjort banklånen till de svenska företagens viktigaste

⁵² Se Sveriges Riksbank, s. 30 ff och bilaga 1 s. 135, se not 3.

⁵³ Swedish Trustee bildades 2012, se

<http://www.swedishtrustee.se/om-oss/fretagsinformation/> hämtad 13/9 2013, och CorpNordic började med tjänsten 2010 <http://news.cision.com/se/corpnordic/r/corpnordic-befaster-position-som-ledande-agent-pa-den-snabbt-vaxande-marknaden-for-foretagsobligatio,c9213404> hämtad 13/9 2013.

⁵⁴ Intervju med Jo Forfang, Norsk Tillitsmann och Maria Klaesson, Swedish Trustee.

⁵⁵ Telefonintervju med Maria Klaesson, Swedish Trustee, 2/10 2013.

⁵⁶ http://www.trustee.no/en/tema/les/bond_trustees_in_norway/ hämtad 2/10 2013.

⁵⁷ Se Gunnarsdottir och Lindh, 2011, s. 28 ff.

⁵⁸ Se Barr, 2011, s. 5.

finansiering.⁵⁹ Företagens behov att låna pengar har ökat sedan slutet av 1990-talet, från cirka 1 000 miljarder kronor till det dubbla 2011. Detta har lett till att företagen har ett mer långsiktigt behov att hitta alternativa finansieringskällor.⁶⁰

Någon förändring av lånetraditionen i Sverige har emellertid inte kunnat visas efter finanskrisen.⁶¹ Detta trots att fler företag har fått tillgång till obligationsmarknaden samtidigt som nya regler på marknaden kan strama åt bankernas utlåning. Med de nya reglerna avses Basel III⁶², som bland annat innehåller ett högre kapitalkrav på bankerna än i dagsläget vilket kan innebära att det blir dyrare för bankerna att ge ut lån. Reglerna, som förväntas införas mellan 2013 och 2019,⁶³ utgör soft law och är inte bindande. EU har dock antagit en ny förordning, den så kallade CRR-förordningen⁶⁴, som har baserats på Basel III.

Det har lämnats ett betänkande om nya svenska förstärkta kapitaltäckningsregler i enlighet med förordningen och för att kunna genomföra det anslutande CRD 4-direktivet.⁶⁵ Om förslaget antas innebär detta att de svenska bankerna måste bli mer restriktiva i sin utlåning.⁶⁶ Enligt en undersökning utförd av Riksbanken har bankerna uppgett att det inte bör vara något problem att förlänga företagens lån när de förfaller eftersom bankerna är så välkapitaliserade att de redan uppfyller Basel III-kraven. Däremot kan lånen bli dyrare till följd av kapitaltäckningskraven.⁶⁷

Tillsammans med företagens behov att hitta fler finansieringskällor kan kapitaltäckningsreglerna bidra till en fortsatt utveckling av den svenska företagsobligationsmarknaden. En utveckling av marknaden innebär att fler högriskobligationer emitteras, varför det är av stor vikt att också agentfunktionen utvecklas. Högriskobligationer kräver nämligen en mer aktiv agent, vilket visades i Norge under finanskrisen.

⁵⁹ Se Gunnarsdottir och Lindh, 2011, s. 31.

⁶⁰ Se Barr, 2011, s. 1 ff.

⁶¹ Jfr a.a., s. 5 och Gunnarsdottir och Lindh, s. 27 ff.

⁶² Basel Committee on Banking Supervision, *Basel 3: A global framework for more resilient banks and the banking system*, December 2010 and revised June 2011; Basel Committee on Banking Supervision, *Basel 3: International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring*, December 2010.

⁶³ Se Barr, 2011, s. 9.

⁶⁴ Europaparlamentet och rådets förordning (EU) nr 575/2013 av den 26 juni 2013 om tillsynskrav för kreditinstitut och värdepappersföretag och om ändring av förordning (EU) nr 648/2012.

⁶⁵ Europaparlamentets och rådets direktiv 2013/36/EU av den 26 juni 2013 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.

⁶⁶ Se SOU 2013:65.

⁶⁷ Jfr Gunnarsdottir och Lindh, 2011, s. 40.

2.3 Den norska agentfunktionen under finanskrisen

Att en aktiv agent som kan ta egna beslut, likt den norska agenten, leder till en effektiv marknad framgår av den norska obligationsmarknadens utveckling. Den utgör (antagligen) världens tredje största high yield-marknad.⁶⁸ Av obligationerna i Norsk Tillitsmanns portföljs utgör endast cirka 10-15 % högavkastande obligationer. Cirka 600 fordringshavarmöten har genomförts sedan 2008 men då har troligen upp mot 550 varit inom high yield-segmentet. High yield-marknaden kräver således mycket resurser och genererar de flesta problemen.⁶⁹

Den norska agenten tar få beslut själv, men ibland är det särskilt viktigt att denne kan agera. I vissa situationer kan samtliga beslut framstå som negativa och då finns det behov av en självständig agent som kan hjälpa obligationsägarna ur situationen. Efter finanskrisens utbrott blev detta synligt på den norska marknaden. Löptiderna i emissionerna från 2004 hade då börjat lida mot sina slut och skulle återbetalas. Samtidigt ströps kreditförseln för företagen och marknaden gick in i en lågkonjunktur.

Ett exempel där Norsk Tillitsmanns roll fick stor betydelse för parterna var i bolaget Eitzen Chemical ASA:s obligationslån som skulle förfalla till betalning 2011. Bolaget fick finansiella problem i samband med finanskrisen och fick anstånd med betalningen till 2012 genom att ett nytt avtal förhandlades fram mellan parterna. Norsk Tillitsmann var agent i obligationslånet och underlättade för de förhandlingar som ledde till betalningsanståndet.⁷⁰

Eftersom marknaden inte återhämtade sig återupptogs förhandlingarna i början av 2012. Eitzen Chemical hade då börjat utvärdera olika alternativ för att säkra sin långfristiga finansiering. Norsk Tillitsmann valde att sammankalla några av obligationsägarna som tillsammans stod för en relativt stor andel av obligationslånet och var väl insatta i branschen. Även Eitzen Chemicals banker deltog i förhandlingarna, liksom finansiella och juridiska rådgivare. I slutet av året hade en plan för bolagets samtliga lån under de kommande tre åren arbetats fram, vilken genomfördes i början av 2013. Obligationslånet delades upp i två delar, en med ränta och en helt utan ränta. Parterna var nöjda med planen eftersom bolaget kunde fortsätta sin verksamhet trots den svåra situationen det befann sig i.

⁶⁸ Intervju med Jo Forfang, Norsk Tillitsmann och Maria Klaesson, Swedish Trustee.

⁶⁹ A.st.

⁷⁰ Se Ackordscentralen Nyheter nr 1 2013, *Trustee – på investerarnas sida*, s. 4, <http://www.swedishtrustee.se/tema/trustee-p-investerarnas-side/> hämtad 8/11 2013.

Norsk Tillitsmann kunde som agent först hjälpa till med att förhandla fram ett betalningsanslånd, vilket hade varit svårt för emittenten att själv göra med varje enskild obligationsägare. Norsk Tillitsmann involverade i andra omgången de största obligationsägarna i syfte att arbeta fram en plan. Dessa utgjorde då en obligationsägarkommitté. Det finns en liknande möjlighet för den svenska agenten att göra så, men i Sverige måste denna väljas på ett fordringshavarmöte.⁷¹ Agenten ska sedan närvara på alla av kommitténs möten.

Kommittéerna hade tidigare uppstått själva eller genom att agenterna eller fordringshavarmötet utsåg dem.⁷² Fondhandlarföreningen och de investerare som de konsulterade tyckte dock att det ska vara upp till obligationsägarna att utse kommittén och enligt standardavtalet ska därför denna endast utses på ett fordringshavarmöte.⁷³ Den nya regleringen kan få negativa konsekvenser eftersom det ännu inte är visat om den faktiskt fungerar bra i praktiken. Dessutom kan det ta lång tid. När ett förfarande blir för reglerat kan det innebära mindre flexibilitet och lägre effektivitet eftersom det då måste skötas enligt ett detaljerat regelverk.⁷⁴

Att Norsk Tillitsmann själv kunde utse kommittén i exemplet ovan innebar stor flexibilitet och mindre kostnader för kollektivet, varför det är viktigt att agenten har den möjligheten. Enligt SEB är det dock investerarnas önskan på den svenska marknaden att på ett fordringshavarmöte få besluta om vem som ska få föra talan för hela kollektivet.⁷⁵

Ett annat exempel handlar om ett obligationslån där bolaget Sevan Marine ASA fick betalningssvårigheter och Norsk Tillitsmann direkt sammankallade en grupp liknande en obligationsägarkommitté. Tillsammans med emittenten och bankerna kom de fram till en lösning som innefattade en viss nedskrivning av skulderna. Denna fråga fick obligationsägarna sedan rösta om. Resultatet blev att bolaget undvek konkurs och kunde till slut betala tillbaka lånen.⁷⁶

Genom att Norsk Tillitsmann kunde företräda alla investerarna istället för att var och en agerade för sig kunde bolaget undvika hotet om konkurs. En aktiv agent behöver inte enbart innebära att agenten ska ta beslut själv, utan det ligger även i rollen att underlätta för förhandlingar mellan parterna.

⁷¹ Se 15.1 i det svenska standardavtalet.

⁷² Mailkorrespondens med Jo Forfang, Norsk Tillitsman, 11/12 2013.

⁷³ Intervju med Carl Brodén Jon Östrem och Fredrik Fors, CorpNordic, 15/10 2013.

⁷⁴ Telefonintervju med Maria Klaesson, Swedish Trustee. Se avsnitt 5.3 nedan.

⁷⁵ Telefonintervju med Mikael Bellander, SEB, 6/12 2013.

⁷⁶ Se Ackordscentralen Nyheter nr 1 2013, *Trustee – på investerarnas sida* s. 5, <http://www.swedishtrustee.se/tema/trustee-p-investerarnas-side/> hämtad 8/11 2013.

Ytterligare ett exempel är bolaget Kvaerner ASA:s obligationslån där Norsk Tillitsmann räknade ut att bolagets finansiella problem skulle kunna leda till en konkurs där obligationsägarna skulle ha fått tillbaka mindre än tio procent av sin fordran. Norsk Tillitsmann och bankerna kunde driva igenom att hälften av skulden gjordes om till ett förlagslån med 0 procent ränta.⁷⁷ Resterande del hade kvar samma villkor som tidigare. Resultatet blev att bolaget kunde betala tillbaka alla sina skulder inom en femårsperiod.⁷⁸

Möjligheten för agenten att uppträda aktivt är begränsad i det svenska standardavtalet eftersom det har en annan utformning än det norska avtalet och ska dessutom tolkas mer restriktivt enligt den svenska synen. Mikael Bellander på SEB hävdar dock att om liknande omständigheter skulle inträffa på den svenska obligationsmarknaden innebär det att agenten också får en annan roll. Den behöver då bli en mer aktiv part.⁷⁹

Agentfunktionen på den svenska marknaden har ännu inte ställts på sin spets så som den gjorde i Norge under finanskrisen. Exempelen ovan kan fungera som en slags prognos för vad som krävs av agenten när företag får finansiella problem. Det handlar inte bara om att som agent kunna accelerera obligationerna efter eget omdöme utan även om att hantera situationer som nödvändigtvis inte behöver leda till en acceleration. I dessa situationer skulle visserligen obligationsägarkommittén kunna träda in och fatta beslutet istället för agenten.⁸⁰ Eftersom det på den svenska marknaden numera är upp till obligationsägarna, och inte agenten, att utse kommittén kan dock inte samma flexibilitet som finns på den norska marknaden uppnås.

2.4 Agentens fullmakt i standardavtalen

2.4.1 Det svenska standardavtalet

Genom en fullmakt i obligationslånedokumentationen får agenten behörighet att företräda obligationsägarkollektivet och fatta beslut på kollektivets vägnar. Under avsnitt 20.1 *Appointment of Agent* framgår agentens generella fullmakt;

By subscribing for Notes, each initial Noteholder appoints the Agent to act as its agent in all matters relating to the Notes and the Finance Documents, and

⁷⁷ Ett förlagslån innebär ofta att långgivaren är efterställd andra långgivare vid händelse av låntagarens konkurs. Se till exempel NJA 2003 s. 128.

⁷⁸ Se Ackordscentralen Nyheter nr 1 2013, *Trustee – på investerarnas sida* s. 5, <http://www.swedishtrustee.se/tema/trustee-p-investerarnas-side/> hämtad 8/11 2013.

⁷⁹ Telefonintervju med Mikael Bellander, SEB.

⁸⁰ A.st.

authorises the Agent to act on its behalf (without first having to obtain its consent, unless such consent is specifically required by these Terms and Conditions) in any legal or arbitration proceedings relating to the Notes held by such Noteholder [...]. By acquiring Notes, each subsequent Noteholder confirms such appointment and authorisation for the Agent to act on its behalf.

Vid en första anblick verkar agenten enligt det svenska standardavtalet relativt självständig. Vid en närmare granskning av avtalet framgår dock att obligationsägarnas samtycke behövs i de flesta fall.⁸¹ Ett undantag är att agenten själv kan besluta om att obligationerna ska accelereras enligt 13.1. Acceleration kan ske när ett *event of default* har inträffat. Exempel på events of default är betalningssvårigheter och liknande, vilka också framgår av 13.1.

Mikael Bellander på SEB var med och utformade villkoren. Enligt honom ska acceleration på agentens initiativ endast ske när denne är helt säker på att det är fråga om ett event of default. Ett sätt för agenten att försäkra sig om detta är att ta in en opinion från en juridisk rådgivare. Ofta gynnar det obligationsägarna om accelerationen kan ske med en gång och därför finns möjligheten för agenten att ta det beslutet i uppenbara fall.⁸² Om agenten däremot beslutar att inte accelerera obligationerna ska agenten genast söka instruktion från obligationsägarna. De kan då på ett fordringshavarmöte eller via ett skriftligt förfarande besluta om att en acceleration ändå ska genomföras.

Agentens möjlighet att själv fatta beslut om acceleration är således ganska begränsad. Det är i slutändan dessutom upp till obligationsägarna eftersom agenten måste söka vidare instruktioner om denne väljer att inte accelerera. På CorpNordic anser man att det är den som har köpt obligationerna som i första hand ska fatta de beslut som rör instrumenten eftersom obligationsägarna kan ha andra åsikter än agenten. I många fall är det inte heller givet att det finns ett enhetligt intresse inom obligationsägarkollektivet, utan obligationsägarna kan ha olika uppfattningar och intressen. För några investerare kan det till exempel vara viktigare att få tillbaka mestadels av pengarna inom en snar framtid medan andra föredrar att vänta en längre tid och få tillbaka en större andel. Då kan det bli svårt för agenten att fatta ett beslut för deras vägnar. Det blir helt enkelt mest förenligt med tanken om majoritetsbeslut om den som berörs av beslutet och har investerat i obligationen också får rösta för om obligationen ska accelereras eller inte.⁸³

Enligt Swedish Trustee vill obligationsägarna emellertid inte ha en agent som skickar alla frågor till ett fordringshavarmöte. Swedish Trustee liksom moderbolaget

⁸¹ Se till exempel 10.3, 13.2-3 och 19.1(c) i det svenska standardavtalet.

⁸² Intervju med Mikael Bellander, SEB.

⁸³ Intervju med Carl Brodén m.fl., CorpNordic.

Norsk Tillitsmann uppger samtidigt att de i rollen som agent aldrig vill fatta beslut som är negativa för obligationsinnehavarna. I en default-situation kan agenten som redan har påpekats emellertid vara tvungen att fatta ett negativt beslut eftersom varje beslut i en sådan situation kommer kunna framstå som negativt.⁸⁴ Det kan i dessa sammanhang vara lämpligt med agentens syn eftersom agenten utgör en oberoende tredje part som kan se till kollektivets gemensamma intresse.

Agenten ska enligt samma klausul accelerera obligationerna på uppmaning av en obligationsinnehavare som representerar minst 25 eller 50 procent av obligationerna. I fotnoten till 13.1 förklaras att en lägre majoritet kan vara lämplig när emissionen är större och saknar finansiella nyckeltal och har få åtaganden. Motsatsvis anses det lämpligt med en högre majoritet om det är fråga om en mindre emission med finansiella nyckeltal och fler åtaganden.

Ett annat tillfälle när agenten kan fatta beslut på egen hand regleras i 19.1(a) i det svenska avtalet. Klausulen ger agenten rätt att, på obligationsägarnas vägnar, komma överens med emittenten om att göra tillägg till emissionsvillkoren eller bevilja undantag (eng. *waiver*) från en covenant. Förbehållet är dock att detta endast får ske så länge det inte kan verka skadligt för obligationsägarkollektivets intressen ("not detrimental to the interest of the Noteholders") eller när det görs enbart i syfte att korrigera uppenbara fel och misstag.

Enligt SEB ska 19.1(a) tolkas ytterst restriktivt. Den ska inte användas av agenten för att kunna göra större ändringar i avtalet och agenten ska inte heller själv sätta sig i den situationen. Även om ändringarna kan vara till fördel för obligationsägarna, till exempel en ändring av ägarklausulen som innebär en ökning av ägarandelen i det emitterade bolaget, ska inte 19.1(a) tolkas så att den inkluderar detta eftersom denna typ av beslut ska fattas av obligationsägarna.⁸⁵

Även CorpNordics uppfattning om klausulen är att den ska tolkas restriktivt till följd av formuleringen. Den skiljer sig också från motsvarande klausuler i gamla obligationsvillkor som oftast har haft formuleringen "materially and adversely affect" vilken ger agenten lite mer utrymme eftersom agenten då behöver göra en bedömning av vad som är en väsentlig negativ inverkan.⁸⁶

Enligt avsnittet 20.2 *Duties of the Agent* i standardavtalet ska agenten representera obligationsägarna. De beslut och åtgärder som fattas i enlighet med avtalet är bindande för

⁸⁴ Intervju med Jo Forfang, Norsk Tillitsmann, och Maria Klaesson, Swedish Trustee.

⁸⁵ Intervju med Mikael Bellander, SEB.

⁸⁶ Intervju med Carl Brodén m.fl., CorpNordic.

obligationsägarkollektivet. Agenten är skyldig att utföra sina åtaganden under avtalet på ett rimligt, kunnigt och professionellt sätt med rimlig omsorg och skicklighet. Agenten är också skyldig att behandla alla obligationsägarna lika och agera i enlighet med deras gemensamma intressen.

Även här kan utformningen anses gå i linje med en självständig agent. Med representation menas dock rent allmänt att obligationsägarna företräds av agenten. I klausulen anges som exempel att hålla säkerhet för kollektivet och att realisera sådan säkerhet. Agentens funktion är annars ganska passiv enligt standardvillkoren och stämmer väl överens med bilden av agenten som en brevlåda mellan parterna.

2.4.2 Det norska standardavtalet

Det finns några språkliga skillnader mellan det svenska och norska standardavtalet som saknar praktisk betydelse. I det svenska avtalet kallas agenten för *agent*, men i det norska avtalet kallas denne för *bond trustee* efter den engelska termen. Obligationerna kallas *bonds* medan de i det svenska avtalet benämns *notes*. Det finns emellertid skillnader mellan avtalen som har en betydelse i praktiken.

Den norska agentens generella fullmakt framgår av 17.1.2 under avsnittet *The role and authority of the Bond Trustee*;

The Bond Trustee may take any step it in its sole discretion considers necessary or advisable to ensure the rights of the Bondholders in all matters pursuant to the terms of this Bond Agreement and is entitled to rely on advice from professional advisors. The Bond Trustee may in its sole discretion postpone taking action until such matter has been put forward to the Bondholders' Meeting. The Bond Trustee is not obliged to take any steps to ascertain whether any Event of Default has occurred and until it has actual knowledge or express notice to the contrary the Bond Trustee is entitled to assume that no Event of Default has occurred.

Direkt framgår en tydlig skillnad från det svenska avtalet – klausulen saknar förbehåll. Utgångspunkten blir därför att agenten får fatta beslut på egen hand. Dessutom uttrycks agentens diskretionära⁸⁷ utrymme genom formuleringen att agenten ”may take any step it in its sole discretion...”. Det handlar inte bara om att agenten får fatta egna beslut – den får också avgöra när sådana beslut bör fattas.

⁸⁷ Begreppet *diskretionär* kan ha flera betydelser inom juridiken. I denna uppsats avses med *diskretionärt utrymme* möjligheten för agenten att efter eget omdöme välja vilka beslut som ska fattas.

Enligt 15.2 i det norska avtalet kan agenten förklara att obligationerna ska accelereras för att skydda obligationsägarkollektivets intressen om ett event of default enligt 15.1 föreligger. Enligt samma klausul får agenten efter egen bedömning utföra varje åtgärd som krävs för att obligationsägarna ska få tillbaka sina pengar. Agenten ska enligt 15.3 accelerera obligationerna om det föreligger ett event of default och agenten får en uppmaning av obligationsägarna som representerar minst 20 procent av rösterna eller om acceleration har beslutats på ett fordringshavarmöte.

I klausulen betonas att agenten kan accelerera obligationerna för att skydda obligationsägarnas intressen. Dessutom ska agenten efter eget omdöme göra vad som krävs för att obligationsägarna ska få tillbaka sina pengar. Enligt CorpNordic kan det vara svårt att avgöra obligationsägarnas intressen i förhållande till emittentens betalningssvårigheter. Det norska avtalet utgår dock från att agenten kan avgöra vilka åtgärder som ska vidtas. Här har den norska agenten ett ganska stort diskretionärt utrymme som saknas i det svenska avtalet.

I 17.1.3 i det norska standardavtalet stadgas att agenten får ta beslut som rör obligationsvillkoren, inklusive avtalstillägg och waivers, som är bindande för samtliga obligationsägare så länge beslutet inte, enligt agentens egen bedömning, har en väsentlig och negativ påverkan på obligationsägarnas rättigheter och intressen ("not materially and adversely affect the rights or interests of the Bondholders"). Utformningen innebär att den inte är lika restriktiv som motsvarande klausul i det svenska avtalet.⁸⁸ Enligt CorpNordic är det "en skillnad som gör skillnad".⁸⁹ I 17.1.3 finns också ett diskretionärt utrymme eftersom agenten måste bedöma vad som kan utgöra en väsentlig och negativ påverkan i varje fall.

I början av det norska standardavtalet definieras "material adverse effect";

"Material Adverse Effect" means a material adverse effect on: (a) the business, financial condition or operations of the Issuer, [any Guarantor] or the Group (taken as a whole), (b) the Issuer's [or any Guarantor's] ability to perform and comply with its obligations under any of the Finance Documents; or (c) the validity or enforceability of any of the Finance Documents.

Fokus ligger således på emittentens förmåga att kunna fullfölja sina åtaganden enligt villkoren. Det viktigaste åtagandet för emittenten är betalningarna till obligationsägarna och all inverkan på emittentens betalningsförmåga är således en väsentlig negativ inverkan. Norsk Tillitsmanns utgångspunkt är att de aldrig tar beslut avseende emittentens

⁸⁸ Jfr 19.1(a) ovan.

⁸⁹ Intervju med Carl Brodén m.fl., CorpNordic.

kassaflöde, det vill säga frågor som rör ränta, amortering, förfall av obligationslånet och liknande.⁹⁰ Denna huvudregel kan härledas från definitionen ovan vilket visar standardavtalets betydelse för etablering av marknadspraxis.

2.5 Varför behöver agenten ha ett diskretionärt utrymme?

Beroende på hur mycket diskretionärt utrymme agenten har fått kan dess roll uttryckas som passiv respektive aktiv. Den passiva agenten kan i en väldigt liten grad, eller ingen alls, fatta självständiga beslut. Den aktiva kan däremot fatta flera typer av beslut på egen hand.

Behovet av en aktiv agent i obligationslån motiveras framförallt av det stora antal investerare som kan finnas iblandade.⁹¹ Eftersom obligationerna är överlåtbara kan investerarna bli anonyma för emittenten och agenten. Agenten måste då samla in information om vilka som äger obligationerna från Euroclear.⁹² Det kan också finnas flera led av förvaltare inblandade. Detta innebär således att det kan ta lång tid att få tag på alla obligationsägare. Modellen motiverar en självständig mellanman som kan fatta vissa beslut på egen hand istället för att behöva sammankalla alla obligationsägarna till ett fordringshavarmöte, vilket kan vara både kostsamt och svårt.

Om agenten kan göra tillägg och bevilja waivers behöver inte varenda möjlig situation regleras i villkoren. Detta är fördelaktigt eftersom det är opraktiskt att definiera dessa samt att villkoren ibland kräver en subjektiv bedömning.⁹³ Agenten vill dock inte alltid inkludera subjektiva covenant⁹⁴ i villkoren eftersom det då krävs en egen bedömning av till exempel vad som utgör ett väsentligt covenantsbrott och liknande. Detta kan i engelska obligationslån leda till ett oönskat ansvar för agenten.⁹⁵ Av denna anledning kan agenten välja att vidarebefordra sådana frågor till ett fordringshavarmöte, vilket leder till att beslut i de frågor som påverkar obligationsägarkollektivets intressen negativt inte behöver fattas självständigt av agenten.⁹⁶

⁹⁰ Intervju med Jo Forfang, Norsk Tillitsmann, och Maria Klaesson, Swedish Trustee.

⁹¹ Telefonintervju med Anton Alsö, If.

⁹² Agenten har i dagsläget inte direkt tillgång till skuldboken hos Euroclear, utan får enligt 5.3 i det svenska standardavtalet gå via emittenten. Det pågår diskussioner med Euroclear om att ge agenten direkt tillgång. Se not 38 i det svenska standardavtalet.

⁹³ Enligt det svenska standardavtalet kan accelerationsrätten i 13.1 kompletteras med kvalificeringar, till exempel *material adverse effect* och liknande, se not 66 i det svenska standardavtalet. Jfr 19.1 (a).

⁹⁴ Begreppet *covenant* bygger på den engelska termen *covenants* och innebär särskilda åtaganden som en kredittagare har enligt kreditvillkoren. Syftet är att minska kreditrisken för långivarna. Se Dalenius, E., Edlund, S., Björkman, M., Svensson, C., Svensson, A-P. och Sundqvist R., *Kreditjuridik*, 1 uppl., Liber, 2010, s. 90.

⁹⁵ Se Wood, P., *International Loans, Bonds, Guarantees, Legal Opinions*, 2 ed., Sweet & Maxwell, 2007, s. 286.

⁹⁶ Intervju med Jo Forfang, Norsk Tillitsmann, och Maria Klaesson, Swedish Trustee.

Enligt det svenska standardavtalet är agenten inte ansvarig för skada eller förlust hos obligationsägarna om denne har agerat enligt obligationsvillkoren, så länge agenten inte har varit vårdslös eller agerat uppsåtligt.⁹⁷ Enligt det norska avtalet krävs grov vårdslöshet för skadeansvar. Dessutom finns en klausul som begränsar agentens ansvar till ett visst tak.⁹⁸ Om den svenska agenten följer obligationsägarnas instruktioner, och dessa har lämnats i enlighet med villkoren, kan agenten inte bli skadeansvarig.⁹⁹ Det finns således ett incitament för den svenska agenten att vidarebefordra frågor till fordringshavarmötet för att slippa eget ansvar. Genom att definiera kvalificeringar, som till exempel *material adverse effect* i det norska standardavtalet, underlättas dock subjektiva bedömningar för agenten.

Om agenten kan bevilja emittenten en waiver eller göra tillägg i obligationsvillkoren kan detta hanteras på en mycket kortare tid än om fordringshavarmöte ska sammankallas och genomföras. Om emittenten genomför en transaktion som leder till ett covenantbrott, vilket endast får en teknisk betydelse, kan en waiver innebära att emittenten får tid att åtgärda covenantbrottet istället för att obligationerna ska accelereras. För emittentens del kan det vara av stor vikt att beslutet kommer så fort som möjligt. Givetvis får inga tveksamheter föreligga ifall en waiver är motiverad eller inte för att agenten ska kunna ta beslutet på obligationsägarnas vägnar.

Vissa aktörer på den svenska marknaden är inte benägna att ge agenten en sådan makt trots tidsvinsten. Detta framgår av det svenska standardavtalets utformning och sättet som det tolkas på. När agenten är erfaren som till exempel Norsk Tillitsmann kan investerarna dock uppleva sig skyldiga att ge denne mer makt. Investerare som inte är vana vid detta kan känna sig rädda från att ge ifrån sig makten till agenten och vill istället själva kunna kontrollera allt som händer med lånet.¹⁰⁰ Enligt Anton Alsö på If borde obligationsägare vara beredda att i viss mån ge upp sin beslutsmakt till agenten för att underlätta vissa processer.¹⁰¹

En aktiv agent i obligationslånen fungerar bra i Norge. Tack vare att Norsk Tillitsmann erfarenhetsmässigt har tagit bra beslut och varit till hjälp på den norska marknaden har marknaden kunnat utvecklas och bli effektiv. Vad som utgör parametrar för en effektiv marknad kan dock vara olika beroende på vilken aktör man frågar. Att den norska high yield-marknaden förmodligen är världens tredje största kan å andra sidan ses som en indikator på att en självständig agent också leder till en effektiv marknad.

⁹⁷ Se 20.3.1 i det svenska standardavtalet.

⁹⁸ Se 17.2.1 i det norska standardavtalet.

⁹⁹ Se 20.3.4 i det svenska standardavtalet.

¹⁰⁰ Telefonintervju med Anton Alsö, If.

¹⁰¹ A.st.

Hur omfattande agentens diskretionära utrymme bör vara beror på vilken marknad agenten verkar på. En stor del av den norska high yield-marknaden består av utländska emittenter – inte bara utländska investerare. Den internationella delen av den norska high yield-marknaden var 2012 nästan lika stor som den nationella delen. Ibland liknar de internationella obligationslånen på den norska marknaden mer banklån än traditionella obligationslån eftersom det finns fler covenant och ett mer omfattande säkerhetspaket i obligationsvillkoren. En marknad med den typen av obligationslån kräver mer aktivitet från agentens sida än när marknaden består av traditionella obligationer med färre villkor.¹⁰²

Såväl obligationslånemodellen som typen av covenant i villkoren innebär att agenten på en high yield-marknad måste vara aktiv för att marknaden ska vara effektiv. För att agenten ska kunna vara aktiv krävs att det finns ett diskretionärt utrymme i agentens beslutsrätt.

2.6 Ett exempel från verkligheten

Skillnaderna mellan den norska respektive den svenska agentens diskretionära utrymme kan vid första anblick framstå som ett teoretiskt problem. Detta framhåller också ett flertal praktiker.¹⁰³ I praktiken får dock konstateras att tids- och kostnadsaspekterna i obligationslån är direkt avhängiga graden av agentens självständiga beslutsfattande.

Företaget PA Resources AB är ett svenskt holdingbolag inom gas- och oljebranschen. Koncernens verksamhet och tillgångar finns i Tunisien, Republiken Kongo (Brazzaville), Ekvatorialguinea, Storbritannien, Danmark, Nederländerna och Tyskland.¹⁰⁴ Bolaget har bland annat två utestående obligationslån, ett svenskt lån på 850 miljoner SEK som emitterades 2010 respektive ett norskt lån på 900 miljoner NOK från 2011.¹⁰⁵

PA Resources hade också en konvertibel, det vill säga ett lån från konvertibelinnehavarna till bolaget. I samband med att konvertibellånet skulle förfalla till betalning 2012 beslutade bolaget om att lämna erbjudande till konvertibelägarna om förtida konvertering till nyemitterade aktier. Detta eftersom bolagets skuldsättning ansågs för hög för den rådande produktionsnivån vilket hade resulterat i att bolagets egna kapital var lägre

¹⁰² Mailkorrespondens med Jo Forfang, Norsk Tillitsmann, 6/11 2013.

¹⁰³ Intervjuer med Tarjei Unneland, Pareto Securities och Carl Brodén m.fl., CorpNordic, 15/10 2013 samt telefonintervju med Anton Alsö, If.

¹⁰⁴ http://www.paresources.se/Om_PA_Resources/Bolagets-historia-20121/ hämtad 6/11 2013.

¹⁰⁵ ISIN SE 003 652577 och ISIN NO 001 060572.8.

än miniminivåerna enligt villkoren i de utestående obligationslånen. Transaktionen innebar att bolaget skulle öka sitt egna kapital med 1,7 miljarder kronor.¹⁰⁶

2.6.1 Beslutet om en temporär waiver

Bolaget bröt mot bestämmelser om att alltid hålla ett minsta eget kapital och begärde därför en waiver där obligationsägarna skulle avstå från sin rätt att säga upp obligationen till återbetalning i förtid under en viss tid i avvaktan på att mer eget kapital skulle tillföras. Endast åtta dagar efter pressmeddelandet beviljade Norsk Tillitsmann, som var agent i det norska obligationslånet, en waiver. 15 dagar senare, det vill säga 23 dagar efter PA Resources pressmeddelande, beviljade även obligationsägarna till det svenska obligationslånet en waiver.¹⁰⁷

Förutsättningen för att Norsk Tillitsmann kunde bevilja en waiver var att bolagets rekapitalisering skulle vara på plats inom en kort tid, direkt efter att ett eventuellt fordringshavarmöte skulle ha hållits. Inga obligationsägare hade heller några invändningar mot beslutet. Enligt Norsk Tillitsmann var det inte helt uppenbart vilket beslut de skulle ta som agent. De kunde mycket väl ha haft ett fordringshavarmöte. Det var dock uppenbart att PA Resources rekapitaliseringsplan satte bolaget i en bättre situation och detta var klart i obligationsägarnas intressen. Därför valde Norsk Tillitsmann att lämna en tillfällig waiver.¹⁰⁸

I det svenska lånet var CorpNordic agent och resonerade som så att frågan om utnyttjande av uppsägningsrätt var en sådan fråga som obligationsägarna enligt villkoren själva skulle få fatta beslut om. Istället för att CorpNordic tog beslutet så som Norsk Tillitsmann hade gjort genomfördes ett skriftlig beslutsförfarande. I efterhand motiverades detta med att det inte kostade så mycket pengar och att den som har lånat ut pengarna hade rätt att få fatta beslut om rätten att säga upp skulle utnyttjas eller inte. Den kostnaden som det skriftliga förfarandet ändå innebar ligger enligt CorpNordic i själva överenskommelsen mellan investerarna och emittenten.¹⁰⁹

¹⁰⁶ Se pressmeddelande från PA Resources 2012-11-07, <http://www.paresources.se/Media/Pressmeddelanden/PA-Resources-forstarker-eget-kapital-med-cirka-17-miljarder-kronor/> hämtad 6/11 2013.

¹⁰⁷ Se pressmeddelandena från PA Resources 2012-11-15 respektive 2012-11-30, <http://www.paresources.se/Media/Pressmeddelanden/PA-Resources-AB-erhaller-waiver/> och <http://www.paresources.se/Media/Pressmeddelanden/PA-Resources-erhaller-waiver-for-SEK-obligation/> hämtade 6/11 2013.

¹⁰⁸ Telefonintervju med Fredrik Lundberg, Norsk Tillitsmann, 7/10 2013.

¹⁰⁹ Intervju med Carl Brodén m.fl., CorpNordic.

PA Resources rådgivare, DLA Nordic, menar att exemplet visar att det finns en skillnad på hur agenter i Norge och Sverige agerar eftersom det var fråga om samma transaktion där emittenten bad om samma waiver. Norsk Tillitsmann har en grundinställning att om det är fråga om ett beslut som inte påverkar kassaflödet känner de sig komfortabla att fatta beslutet. Ibland sker det efter en rundringning till de största obligationsägarna. I Sverige prövar inte agenten om en transaktion är till fördel eller inte för obligationsägarna eftersom agenten inte vill ersätta obligationsägarnas omdöme. Det handlar inte så mycket om villkorens utformning, utan istället beror det på vilken grundinställning agenten har.¹¹⁰

Även CorpNordic anser att det är en fråga om inställning om vilka beslut för obligationsägarnas räkning som agenten ska kunna fatta. De anser att många svenska banker och andra investerare vill vara med och själva fatta beslut om de ska säga upp lånet eller inte. Obligationsägarna delegerar sin makt till agenten i en högre utsträckning i Norge än i Sverige. Enligt CorpNordic är det dock mer förenligt med tanken om majoritetsbeslut att den som har investerat och således bär risken också har rätt att fatta besluten om obligationen – så som det är i Sverige och så som förfarandet gick till i PA Resources svenska obligationslån.¹¹¹

Swedish Trustee skulle förmodligen agerat som sin norska ägare om de hade varit agent i det svenska obligationslånet. Detta då de har ett mer norskt synsätt och kan basera sina beslut på den norska erfarenheten om det uppstår problem. Villkoren för det svenska obligationslånet i exemplet ovan innehöll dock inga bestämmelser om agentens rätt att bevilja waivers.¹¹² Då det inte uttryckligen stadgades i villkoren att agenten kunde bevilja waivers skulle inte heller Swedish Trustee ha tagit beslutet på egen hand.¹¹³ Det är en annan sak när agenten uttryckligen får bevilja waivers så länge de inte inverkar på obligationsägarnas intressen. Det blir då fråga om en bedömning av vad som kan anses inverka på intressena, och inte en tolkning om avtalet innehåller en rätt att bevilja waivers eller inte.

2.6.2 Beslutet om en permanent nedsättning i eget kapital

I juni 2013 föreslog styrelsen i PA Resources ytterligare en omstrukturering, en nyemission av aktier med företrädesrätt för bolagets aktieägare. Enligt pressmeddelandet krävdes en waiver i det svenska obligationslånet och ett tillägg till villkoren i det norska

¹¹⁰ Telefonintervju med Björn Sjöberg, DLA Nordic, 4/11 2013.

¹¹¹ Intervju med Carl Brodén m.fl., CorpNordic.

¹¹² De svenska villkoren finns att hämta på <http://www.stamdata.se> under ISIN SE 003 652577.

¹¹³ Mailkorrespondens med Maria Klaesson, Swedish Trustee, 11/12 2013.

obligationslånet eftersom omstruktureringen innebar en permanent nedsättning av det egna kapitalet.¹¹⁴ Obligationsägarna i det norska lånet beviljade knappt en månad senare en waiver eftersom PA Resources skulle komma att bryta mot finansiella covenanter och medgav även den önskade ändringen av lånevillkoren. En månad efter förslaget från PA Resources sida beviljade även obligationsägarna i det svenska lånet en waiver.¹¹⁵

Enligt DLA Nordic sammankallades fordringshavarmöten i båda fallen eftersom det handlade om just en permanent nedsättning av eget kapital.¹¹⁶ Det var ett för ingripande beslut att fatta på egen hand – även för Norsk Tillitsmann. En permanent nedsättning av bolagets eget kapital innebär att förutsättningarna för räntebetalningar och återbetalning av obligationerna påverkas på ett annat sätt än vid fallet med ett temporärt covenantsbrott.

Enligt de här aktuella norska obligationsvillkoren fick agenten göra villkorsändringar, om de enligt agentens uppfattning inte hade väsentlig negativ inverkan på obligationsägarna rättigheter eller intressen.¹¹⁷ Som redan har nämnts definieras väsentlig negativ inverkan, eller *material adversely affect* som är det engelska begreppet, i det norska standardavtalet. Samma definition fanns i de aktuella villkoren. I enlighet med definitionen är Norsk Tillitsmanns utgångspunkt att aldrig ta beslut som rör emittentens kassaflöde. Beslutet om en permanent nedsättning av bolagets eget kapital innebar en påverkan på bolagets finansiella status. Av denna anledning lät Norsk Tillitsmann obligationsägarna själva ta ställning i frågan.

Exemplet visar tydligt vilka typer av beslut som ingår i agentens behörighet. Beslut som påverkar emittentens finansiella ställning ligger utanför även en aktiv agents beslutsrätt. I andra frågor som berör obligationslånet, men inte påverkar emittentens finansiella status mer än temporärt är det dock upp till agenten att ta beslutet, om inte denna väljer att vidarebefordra frågan till ett fordringshavarmöte. Att skicka frågan vidare kan dock innebära ökade kostnader och tidsförluster.

¹¹⁴ Se pressmeddelande från PA Resources 2013-06-05, <http://www.paresources.se/Media/Pressmeddelanden/PA-Resources-offentliggor-en-fullt-garanterad-foretradesemission-om-891-MSEK-och-ataganden-avseende-en-obligationsrefinansiering-om-mer-an-500-MSEK/> hämtad 7/11 2013.

¹¹⁵ Se pressmeddelandena från PA Resources 2013-07-01 respektive 2013-07-05, <http://www.paresources.se/Media/Pressmeddelanden/PA-Resources-erhaller-waiver-och-villkorsandring-for-det-norska-obligationslanet/> och <http://www.paresources.se/Media/Pressmeddelanden/PA-Resources-erhaller-waiver-for-det-svenska-obligationslanet/> hämtade 7/11 2013.

¹¹⁶ Telefonintervju med Björn Sjöberg, DLA Nordic.

¹¹⁷ De norska villkoren finns att hämta på <http://www.stamdata.no> under ISIN NO 001060572.8.

Att det svenska standardavtalet är mer restriktivt på grund av den nya formuleringen "*not detrimental to the interest of the Noteholders*", innebär att finns mindre utrymme för den svenska agenten att fatta de beslut som den norska agenten är behörig att fatta. Vad som är "not detrimental" innebär, som redan har nämnts, en mer snäv beslutsrätt än "materially and adversely affect". Norsk Tillitsmann poängterar dock att de inte vill tolka skillnaderna mellan standardavtalen som för stora. De menar att agenten både på den svenska och norska marknaden ska göra det som måste göras och risken som beslutet innebär faller på agenten.

De anser sig heller inte så styrda av det norska standardavtalet och menar att det finns en viss skillnad mellan kompetensen enligt villkoren och vad som de sedan gör. Framförallt handlar det om att de inte stirrar sig blinda på att besluten inte får innebära en väsentligt negativ inverkan, utan de går istället efter sin huvudregel. Det handlar därför inte så mycket om en tolkning av vad som är tillåtet enligt villkoren, utan istället en bedömning av vad som måste göras och om Norsk Tillitsmann, med den erfarenhet som finns, kan fatta beslutet.¹¹⁸

Den enskilde aktörens förhållningssätt kan således få en stor inverkan på dess agerande. Den största skillnaden mellan de olika förhållningssätten är att den svenska agenten inte vill ta över obligationsägarnas omdöme medan den norska agentsynen innebär att agenten anser sig kunna göra detta – så länge det inte påverkar kassaflödet. Nu har den norska attityden via Swedish Trustee introducerats på den svenska marknaden vilket innebär att det finns ett svenskt standardavtal som inte fullt ut motsvarar samtliga aktörers förhållningssätt. Om detta innebär olika tolkningar av samma standardavtal blir det problematiskt eftersom standardavtalet då inte längre ger uttryck för generella normer och beteenden.

2.7 Varför den svenska agenten också behöver ett diskretionärt utrymme

Eftersom obligationsägarna enligt standardavtalet ska fatta de flesta besluten innebär det att agenten måste vidarebefordra i stort sett alla frågor för majoritetsbeslut på ett fordringshavarmöte. Agentfunktionen blir då enbart som en brevlåda mellan parterna.

Att få agentens syn på exempelvis lämpligheten av en acceleration kan vara till stor fördel för kollektivet eftersom agenten kan ha ett längre perspektiv och mer erfarenhet än obligationsägarna. Dessutom kan agenten i vissa situationer själv besluta om en waiver vilket är fördelaktigt ur ett tidsperspektiv om covenantbrottet inte är så allvarligt. Emittenten kan då fortsätta med sin verksamhet och lägga upp en plan för att återställa

¹¹⁸ Intervju med Jo Forfang, Norsk Tillitsmann, och Maria Klaesson, Swedish Trustee.

covenantbrottet istället för att behöva invänta fordringshavarmötets syn på saken och en eventuell acceleration.

Den svenska agenten är en passiv agent eftersom den enligt villkoren, i nästan alla situationer, måste sammankalla till ett fordringshavarmöte om det inte är fråga om uppenbara beslut. Något diskretionärt utrymme anges inte heller i klausulerna i standardavtalet, förutom när agenten intar rollen som säkerhetsagent.¹¹⁹ Eftersom standardavtalet ska tolkas restriktivt leder det till slutsatsen att agenten inte har något diskretionärt utrymme alls i frågor om acceleration eller ändringar av villkoren. Detta kan påverka agentens beteende så att samtliga beslut skickas vidare till ett fordringshavarmöte trots att det inte är nödvändigt. Detta innebär extra kostnader för obligationsägarkollektivet och att besluten tar längre tid.

Enligt Norsk Tillitsmann skulle det svenska standardavtalet knappast vara tillräckligt för den norska high yield-marknaden, i vart fall inte den internationella delen av marknaden. För att den svenska marknaden ska kunna utvecklas till samma nivå som den norska bör agenten ha en mer skönsmässig roll. Agentens roll verkar vara mer mekanisk i det svenska standardavtalet än i det norska standardavtalet som ger agenten mer spelrum.¹²⁰

För att den svenska marknaden inom high yield-segmentet ska kunna komma dit den norska marknaden är idag bör enligt Swedish Trustee och dess moderbolag Norsk Tillitsmann agenten få en liknande roll som i Norge. I och med att högriskobligationer blivit allt vanligare finns det ingen anledning att längre ignorera behovet av en självständig mellanman som kan företräda kollektivets gemensamma intressen.¹²¹

2.8 Jämförelse med bond trustee

Ett liknande resonemang som ovan angående agentens diskretionära utrymme går att finna på den engelska marknaden. Bond trustee jämförs nämligen ibland med en *fiscal agent*. En fiscal agent saknar diskretionär beslutsrätt och hindrar inte obligationsägarna att själva föra talan.¹²² Eftersom den svenska agenten har en mer administrativ roll och funktion anser vissa att den svenska agenten ibland har fler kännetecken från en fiscal agent än en bond trustee.¹²³

¹¹⁹ Se 10.3 i det svenska standardavtalet.

¹²⁰ Telefonintervju med Jo Forfang, Norsk Tillitsmann 25/9 2013.

¹²¹ Intervju med Maria Klaesson, Swedish Trustee, och Jo Forfang, Norsk Tillitsmann.

¹²² Se *Trustee or Fiscal Agent, Law Debenture*, <http://www.lawdeb.com/services/corporate-trust/debt-trustee> hämtad 21/10 2013.

¹²³ Intervju med Jo Forfang, Norsk Tillitsmann och Maria Klaesson, Swedish Trustee.

En fiscal agent företräder emittenten medan bond trusteeen företräder investerarna. Bond trusteeen har fått sin behörighet att företräda kollektivet genom ett särskilt rättsinstitut som kallas *trust*.

2.8.1 Trustinstitutet

En rättsordning tillhör i stora drag någon av de legala familjerna (1) anglo-amerikansk common law, (2) napoleonsk civil code eller (3) roman-germanska jurisdiktioner.¹²⁴ Trustinstitutet bygger på engelsk rätt som hör till det anglo-amerikanska common law-systemet. De skandinaviska rättsordningarna tillhör den roman-germanska familjen. Eftersom varken den svenska eller norska rättsordningen har något liknande till trustinstitutet, och inte heller har ratificerat Haagkonventionen från 1985¹²⁵ som erkänner trustinstitutet, har Sverige och Norge istället valt en avtalsrättslig konstruktion.

Common law bygger på prejudicerande domstolspraxis som har växt fram under tid, men är också uppbyggt av *equity* som utvecklades av domstolarna för att "jämna ut" orättvisor i rättstillämpningen. Common law kan också ses i ett mindre sammanhang och representerar då de prejudicerande rättsfallen, medan equity utgör ett komplement. Förr kunde domstolarna ta till equity när rättspraxis gav ett för strängt resultat. Exempel på krav baserade på common law är kontraktsbrott och bedrägeri. Krav som är baserade på equity är till exempel brott mot just trust.¹²⁶

Trust är således ett exempel på equity. Ursprungligen uppfanns trust i Mellanöstern, men har sedan slutet av 1000-talet utvecklats till sin nutida form i England.¹²⁷ Trust uppkommer då en person, stiftaren (eng. *the settlor*), överlämnar egendom till en förvaltare (eng. *trustee*) till förmån för en eller flera förmånstagare¹²⁸ (eng. *beneficiaries*).¹²⁹ Förmånstagarna kan sedan hävda vissa rättigheter till den så kallade trustegendomen (eng. *trust property* eller *trust fund*).¹³⁰

Trusten består av en egendomsmassa till vilken äganderätten, enkelt uttryckt, kan påstås vara uppdelad mellan förvaltaren och förmånstagarna. För att kunna deklarera trust över egendom krävs att stiftaren har full äganderätt (eng. *absolute title*). Samtidigt som

¹²⁴ Se Wood, P., *Law and Practice of International Finance*, University edition, Sweet & Maxwell, 2011, s. 15 ff för en beskrivning av de legala familjerna.

¹²⁵ Convention of 1 July 1985 on the Law Applicable to Trusts and on their Recognition.

¹²⁶ Se Hudson, A., *Understanding Equity & Trust* (e-bok), 4 ed., Taylor and Francis, 2012, s. 6 f.

¹²⁷ Se a.a., s. 15 f.

¹²⁸ I svensk doktrin används ofta begreppet *destinatärer*, jfr Hessler, H., *Om stiftelser*, 1 uppl., Norstedts Juridik, 1996, s. 22.

¹²⁹ Se Hessler, 1996, s. 22.

¹³⁰ Se Hudson, 2012, s. 13 och 16 f.

trusten uppkommer förvärvar förvaltaren alla rättigheter i egendomen knutna till common law (eng. *legal title*). Förmånstagarna får i sin tur ett så kallat *equitable interest* i trustegendomen. I detta ingår både en *proprietary right* i trustegendomen och möjligheten att hävda personliga anspråk mot trusteeen om denne inte sköter sina åtaganden enligt trusten.¹³¹

Proprietary right kan översättas till en typ av separationsrätt till egendomen om förvaltaren kommer på obestånd. Engelsk rätt skiljer denna rätt från *personal right*, vilket endast innebär en rätt till ersättning för egendomen vilken i praktiken blir värdelös om svaranden är på obestånd.¹³² Förmånstagarna brukar få benämningen *beneficial owners* av egendomen på grund av det rättsskydd de åtnjuter genom trusten.¹³³ I kommersiella transaktioner används trust i syfte att slippa stå risken att den andra parten inte fullföljer sina förpliktelser under avtalet och därmed förlora sin prestation. Även om förvaltaren blir insolvent är egendomen separerad för förmånstagarna och skyddad från förvaltarens borgenärer.¹³⁴

Det finns två olika sätt en trust kan skapas på; antingen genom att stiftaren uttrycker sin vilja att skapa en trust, en så kallad *express trust*, eller genom en *implied trust*, vilket innebär att trust har konstruerats i efterhand av domstolen. Av *express trust* finns det två huvudgrupper; trust som skapas i syfte att bli en gåva till någon och trust som en del av en större transaktion. När en trust väl är skapad går den inte att återkalla om det inte uttryckligen anges i villkoren för trusten.¹³⁵

En trust kan uttryckas i en trusturkund (eng. *trust deed*) men det föreligger inget formkrav då det inte krävs mer än att stiftaren visar sin intention (eng. *sufficient intention*) att skapa trusten. Utöver säkerhet i intentionen (eng. *certainty of intention*) krävs dock säkerhet i vad som utgör trustegendomen (eng. *certainty of subject matter*) och säkerhet i vilka som är förmånstagarna (eng. *certainty of objects*) för att skapa en trust.¹³⁶

2.8.2 Bond trusteeen

Trots sitt gamla ursprung har trustinstitutet ansetts vara lösningen på några av de problem som har uppkommit på den moderna finansmarknaden. Eftersom obligationsemissionerna ofta är stora kan emittenten behöva hantera flera obligationsägares krav.

¹³¹ Se Hudson, 2012, s. 17 f.

¹³² Jfr a.a., s. 27.

¹³³ Se Hessler, 1996, s. 22.

¹³⁴ Se Hudson, 2012, s. 25 f.

¹³⁵ Se a.a., s. 29 f.

¹³⁶ Se a.a., s. 35.

Då det inte alltid är möjligt för emittenten att, i de situationer när de är nödvändigt, omförhandla obligationsvillkoren med varje enskild obligationsägare har *bond trustee* fått sin naturliga plats i sammanhanget.¹³⁷

Bond trustee företräder obligationshavarna som har delegerat sin rätt gentemot emittenten. Detta har vanligtvis skett genom att emittenten har gett ut en trusturkund som obligationen sedan ges ut under.¹³⁸ Engelsk rätt reglerar inte hur bond trustee utnämns eller innehållet i trusturkunden.¹³⁹ Genom trusten förvärvar bond trustee de flesta av de rättigheter som obligationsägarna annars skulle haft. Följden av detta blir att det endast är bond trustee som kan utöva rättigheterna och dessutom är det upp till denne att efter eget omdöme besluta om och hur rättigheterna ska utövas.¹⁴⁰

I ett obligationslån som styrs av engelsk rätt har bond trustee oftast en mycket aktiv roll, trots att det inte är obligatoriskt med en bond trustee. Trustegendomen utgörs dock inte av obligationerna.¹⁴¹ Istället handlar det om rätten att på obligationsägarnas vägnar kräva emittenten att betala ränta och återbetalning av obligationen. Om inte emittenten förmår att göra detta har bond trustee rätt att kräva omedelbar återbetalning av obligationen. Bond trustee har ingen plikt enligt trustinstitutet att konsultera obligationsägarna när denne utövar sin rätt att företräda kollektivet. En annan sak är att bond trustee kan ha en skyldighet att sammankalla till fordringshavarmöte i vissa frågor – och troligen gör det ibland även i övriga fall för att få bekräftelse från obligationsägarna på åtgärder som den planerar att utföra.¹⁴²

I eurobonds, som ofta anger engelsk rätt som jurisdiktion, kan bond trustee självständigt accelerera obligationerna medan obligationsägarna endast kan begära att så sker. Det är upp till bond trustee att bestämma om en acceleration ska ske då dennes diskretionära utrymme enligt trusturkunden ofta är absolut och okontrollerad. Ibland ingår det även i bond trustees beslutsrätt att avgöra om det ens föreligger ett event of default utifrån om det är "materially prejudicial" för obligationsägarnas intressen.¹⁴³ Detta innebär att mer tekniska covenantbrott inte behöver leda till acceleration av obligationerna.¹⁴⁴

¹³⁷ Se Goode, R., *Commercial Law*, 3 ed., Penguin Books, 2004, s. 151 f.

¹³⁸ Se a.a., s. 151 f.

¹³⁹ Se Tennekoon, R. C., *The law and regulation of international finance*, Butterworth & Co (Publishers), 1991, s. 248.

¹⁴⁰ Jfr a.a., s. 218.

¹⁴¹ Se a.a., s. 224 f.

¹⁴² Se a.a., s. 208 f.

¹⁴³ Se a.a., s. 228.

¹⁴⁴ Jfr Wood, 2007 s. 286.

Såväl bond trusteeen som den norska agenten har således ett diskretionärt utrymme i sin beslutsrätt i frågan om acceleration, till skillnad från den svenska agenten som har en mer begränsad accelerationsrätt. Den svenska agenten måste enligt villkoren överlåta frågan till kollektivet om denne väljer att inte accelerera obligationerna.

Bond trusteeen kan också besluta att bevilja waivers. Eftersom obligationer ofta har en längre löptid kan covenanter som var lämpliga vid emissionen senare blir onödigt restriktiva. Om en enskild obligationsägare skulle kunna accelerera obligationen på grund av ett sådant brott kan detta leda till *cross default* vilket innebär att emittentens övriga lån accelereras automatiskt vid en sådan händelse (om de innehåller en cross default-klausul). Detta kan i sin tur leda till att emittenten blir insolvent. Med en bond trustee som har en mer flexibel syn kan detta undvikas.

Obligationsägarna kan begära att bond trusteeen inte ska bevilja en waiver för ett covenantsbrott, men för det krävs ett fordringshavarmöte – vilket kan ta tid. Bond trusteeen kan innan ett sådant möte har inträffat redan ha beslutat om en waiver som binder obligationsägarkollektivet. I praktiken ser dock bond trusteeen till att ett fordringshavarmöte sammankallas om det föreligger tveksamheter i lämpligheten att bevilja en waiver. Det är sällan som bond trusteeen använder sig av denna makt utan att inhämta obligationsägarnas synpunkter.¹⁴⁵

I exemplet med PA Resources ovan framgår att den norska agenten själv kunde besluta om en waiver när det var fråga om ett covenantbrott som emittenten själv kunde åtgärda och det därför inte var nödvändigt med en acceleration. Det blev tydligt vilka tids- och kostnadsfördelar detta medförde. Waivern i PA Resources var dock ett undantagsfall. Möjligheten finns dock såväl på den engelska obligationsmarknaden som på den norska marknaden men knappast i praktiken på den svenska marknaden.

Även om den engelska bond trusteeen har ett stort diskretionärt utrymme är det inte alltid detta används i praktiken. Uppfattningen är att bond trusteeen inte är villig att agera förrän den har fått ersättning. Beteendet kan också vara präglad av en rädsla för att drabbas av ansvar för det fall ansvarsreglerna blir tillämpliga.¹⁴⁶ På en skala mellan en agent som ofta är inblandad i investerarnas beslut och en agent som sällan är det, hamnar därför ofta den engelska bond trusteeen på ena sidan och den norska agenten på den

¹⁴⁵ Se Tennekoon, 1991, s. 231 och Wood, 2007, s. 287.

¹⁴⁶ Mailkorrespondens med Jo Forfang, Norsk Tillitsmann, 6/11 2013. Jfr Wood, 2007, s. 286.

andra sidan.¹⁴⁷ I teorin har dock bond trustee ett lika stort diskretionärt utrymme som den norska agenten.¹⁴⁸

2.8.3 Är den svenska agenten mer lik en fiscal agent?

Eftersom obligationsägarna på den svenska high yield-marknaden företräddes av emissionsinstituten innan agenterna tog över rollen har det inneburit att mellanmannen i svenska obligationslån har haft en administrativ roll. Agenten har även fortsättningsvis fått en brevlådefunktion i de allra flesta situationer. Den svenska agenten kan därför mer liknas vid en fiscal agent än en bond trustee.

En fiscal agent utnämns genom ett fiscal agency-kontrakt.¹⁴⁹ Med *agency* menas fullmakt enligt engelsk rätt.¹⁵⁰ En fiscal agent är inte i samma utsträckning som bond trustee en aktiv mellanman som kan ta ställning till frågor som rör obligationerna. Den saknar bond trustees möjlighet att vidta åtgärder och har ingen diskretionär beslutsrätt.¹⁵¹

Varken en fiscal agent eller den svenska agenten kan besluta i frågor efter eget omdöme. Detta innebär att även frågor om smärre avtalsändringar och obetydliga covenantsbrott vidarebefordras till fordringshavarmötet, vilket anses vara en av svagheterna med en fiscal agent istället för en bond trustee. Fordringshavarmöten kan vara praktiskt svåra att arrangera och innebära höga kostnader. Om inte emittenten tidigare har kommunicerat med obligationsägarna kan utgången bli mer osäker än om en bond trustee hade varit med i bilden.¹⁵² En alltför administrativ agent leder till samma problematik.

För att utesluta intressekonflikter, hindra enskilda obligationsägare från att rikta anspråk mot emittenten på egen hand samt hålla transaktionskostnaderna låga genom att slippa hålla fordringshavarmöten används bond trustee istället för en fiscal agent på utländska obligationsmarknader. Den svenska agenten liknar bond trustee då intressekonflikter kan undvikas och en no action-klausul kan hindra obligationsägarna från att enskilt rikta krav mot emittenten. Den svenska agenten ersätter dock inte obligationsägarnas omdöme på fordringshavarmöten varför rollen fortfarande påminner om en fiscal agent.

¹⁴⁷ Intervju med Carl Brodén m.fl., CorpNordic.

¹⁴⁸ Mailkorrespondens med Jo Forfang, Norsk Tillitsmann, 6/11 2013.

¹⁴⁹ Se Tennekoon, 1991, s. 218.

¹⁵⁰ Se Dotevall, 2013, s. 97.

¹⁵¹ Se Tennekoon, 1991, s. 218.

¹⁵² Se *Trustee or Fiscal Agent, Law Debenture*, <http://www.lawdeb.com/services/corporate-trust/debt-trustee> hämtad 21/10 2013.

Den svenska agentfunktionen bygger på bond trusteeens roll i obligationslån. Den traditionella synen på den svenska marknaden innebär emellertid att agenten inte kan agera som en bond trustee utan blir ett slags mellanting mellan den och en fiscal agent. Fördelarna med en bond trustee kan då inte nyttjas fullt ut.

Anton Alsö på If anser att Swedish Trustee har förutsättningar att bli en bättre agent än CorpNordic eftersom de har en annan syn på obligationer, mer lik den som finns i Norge. När Swedish Trustee kom in på den svenska marknaden pressades dessutom priserna vilket innebar att det blev billigare att ta in en agent i obligationslånet. Eftersom bolagets ägs av Norsk Tillitsmann har det tagit med sig den norska kulturen till den svenska marknaden. De har försökt att skapa något nytt som är bättre jämfört med andra aktörers vilja att hålla saker som de varit historiskt.¹⁵³

¹⁵³ Telefonintervju med Anton Alsö, If.

3. Behovet av en oberoende agent

3.1 En oberoende mellanman och en tydlig agentfunktion

Ett problem med att agentfunktionen traditionellt har skötts av emissionsinstitutet i Sverige är att bankerna har kunnat inneha flera roller. Eftersom de har agerat för såväl emittenten, för att i dennes intresse placera lånet till så fördelaktiga villkor som möjligt, som för obligationsägarna, och kollektivet intressen, har de ibland suttit på dubbla stolar.¹⁵⁴ Bankerna kan dessutom ha haft egna särintressen om de själva givit lån till emittenten. Av dessa anledningar finns ett behov av en oberoende mellanman som enbart representerar obligationsägarnas intressen. Att låta en tredje aktör som CorpNordic eller Swedish Trustee inta rollen som agent har blivit lösningen.

Att de svenska emissionsinstitutet, trots fördelarna med en oberoende part, fortfarande har en stor roll framgår bland annat av not 34 i det svenska standardavtalet. Enligt fotnoten kan stycket om Conditions Precedents utgå om den arrangerande banken enligt avtalet ska sköta detta. Vad som menas är vad emittenten måste uppfylla och redovisa för agenten innan obligationsägarna gör några utbetalningar av obligationerna till emittenten. Emissionsinstitutet kan således överta vissa av agentens uppgifter även i högriskobligationer. Detta är inte problematiskt i sig så länge det inte innebär intressekonflikter.

I Norge är rollfördelningen mellan emissionsinstitutet och agenterna tydligt uppdelad. Emissionsinstitutet ansvarar tillsammans med emittenten för hur obligationen ska se ut med hänsyn till kommersiella förhållanden så som räntor, storlek, säkerhet och liknande. Dessa villkor ska vara avklarade av emissionsinstitutet innan agenten kommer in i bilden, vilket sker först efter emissionen. Efter den tidpunkten är inte emissionsinstitutet inblandat längre. På den norska marknaden utgör agenten en del av infrastrukturen på marknaden och aktörerna ser den aktiva och självständiga agenten som en hörnsten för en effektiv marknad.¹⁵⁵

Om inte den svenska agentfunktionen är lika tydlig förhindrar detta att en infrastruktur motsvarande den i Norge byggs upp på den svenska marknaden. Det blir då svårare för agenten att vinna investerarnas förtroende och det blir inte heller lika lätt att motivera ett standardavtal med en mer aktiv agent. Av denna anledning bör emissionsinstitutet inte ta över några av agentens uppgifter.

¹⁵⁴ Telefonintervju med Maria Klaesson, Swedish Trustee.

¹⁵⁵ Intervju med Jo Forfang, Norsk Tillitsmann och Maria Klaesson, Swedish Trustee.

3.2 Agentens oberoende i förhållande till obligationsägarna

Enligt standardavtalet är agenten skyldig att behandla alla obligationsägarna lika och agera i enlighet med deras gemensamma intressen. Ett exempel på detta är när obligationerna är säkerställda och agenten, eller den som agenten utnämner, är säkerhetsagent. Att säkerheten förvaras hos agenten innebär en trygg deposition för obligationsägarna.¹⁵⁶

Om säkerheten istället finns hos den bank som är emissionsinstitut kan banken hindra att säkerheten lämnas ut på grund av att den själv har givit ett separat lån till emittenten, beroende på vilket underliggande säkerhetsstrukturavtal som finns. Banken har då ett eget intresse i säkerheten.¹⁵⁷ Banker och andra kreditinstitut är dessutom med och skapar sedvanerätt genom att de kontinuerligt ingår pantavtal och realiserar säkerheter. Sedvänjan kan få stor betydelse för domstolens bedömning av pantrealisationer eftersom lagregleringen är föråldrad.¹⁵⁸ Bankerna kan därför anses ha en fördel jämfört med andra aktörer eftersom de vid en eventuell prövning av realisationen kan luta sig tillbaka på sin egen sedvänja.¹⁵⁹

Om ett beslut om acceleration har fattats, antingen av agenten eller obligationsägarna, är det agentens skyldighet att realisera säkerheten. Att ha en oberoende och självständig mellanman är särskilt viktigt när säkerheten behöver realiserars.¹⁶⁰ Om inte realisationen kan ske omedelbart kan det vara till stor nackdel för obligationsägarna. Detta framgår av utformningen av 10.3 i det svenska standardavtalet, som ger agenten rätt att ingå avtal med emittenten eller tredje man, eller vidta annan åtgärd, om det enligt agentens omdöme är nödvändigt med hänsyn till säkerheten tills obligationsägarna har instruerat agenten om kollektivets beslut. Här finns således ett i det svenska avtalet sällsynt diskretionärt utrymme i agentens beslutsrätt.

När ett emissionsinstitut håller säkerheten kan sakrättsliga frågor angående i vilken mån ett rådighetsavskärande har skett när det är fråga om lös egendom bli aktuella. Fördelen med en agent är att det är tydligare att säkerheten har kommit utanför emittentens rådighetssfär.¹⁶¹ Det ligger dock utanför uppsatsens ram att behandla sakrättsliga frågor varför detta inte kommer att diskuteras mer ingående.

¹⁵⁶ <http://www.swedishtrustee.se/produkter/trustee-foretagsobligationer/> hämtad 16/9 2013.

¹⁵⁷ Telefonintervju med Maria Klaesson, Swedish Trustee.

¹⁵⁸ Pantrealisationer regleras i Handelsbalken (1736:1232), HB.

¹⁵⁹ Se Henriksson JT 2007-08 s. 338 f.

¹⁶⁰ Telefonintervju med Maria Klaesson, Swedish Trustee.

¹⁶¹ Jfr Millqvist, G., *Sakrättens grunder*, 6 uppl., Norstedts Juridik, 2011, s. 177 f.

3.2.1 Villkor som sätter obligationsägarna i ett sämre läge än andra långivare

En bank kan, i ett eget lån till emittenten, ha infört särskilda covenant i lånevillkoren, vars motsvarighet saknas i obligationsvillkoren. På så sätt har banken fått en bättre ställning än de andra investerarna eftersom den kan accelerera sitt lån och realisera säkerheter i ett tidigare skede. Obligationslånet blir då i praktiken, även om det är säkerställt, efterställt banklånet.

För att detta ska undvikas kan villkoren behöva justeras under löptidens gång. Av denna anledning är det viktigt att det finns en oberoende agent som kan beakta obligationsägarkollektivets intressen och dessutom underlätta för justeringar i obligationsvillkoren.

Ett exempel på när bankerna får en bättre ställning än andra långivare är när en så kallad *negative pledge*-klausul i obligationsvillkoren är utformad på ett sätt som ger bankerna ett särskilt skydd. En *negative pledge*-klausul innebär ett förbud för emittenten att ställa säkerhet i andra lån.¹⁶² För att emittenten ska vara förhindrad, eller åtminstone förbjuden, att ställa säkerhet i andra lån krävs att *negative pledge*-klausulen är korrekt skriven och omfattar alla typer av skulder. I äldre obligationsvillkor har förbudet ibland endast omfattat säkerhet i marknadslån, det vill säga obligationslån och andra värdepapperslån som handlas på en reglerad marknad. Banklån har exkluderats vilket bland annat har inneburit att villkoren inte har begränsat bankerna att i efterhand kräva säkerhet för sina banklån.¹⁶³

En *negative-pledge* klausul som inte omfattar alla emittentens lån kan accepteras när det handlar om obligationer inom investment grade-segmentet eftersom risken för att företaget inte kan betala tillbaka obligationerna är liten. I högavkastande obligationer där risken är hög finns det däremot ett stort behov för investerarna att veta om de befinner sig på samma nivå som bankerna i kapitalstrukturen eller inte.¹⁶⁴

Eftersom obligationslån numera även används för att långsiktigt finansiera olika verksamheter och inte enbart som ett sätt för företagen att öka sin likviditet bör det vara tydligt var i säkerhetsstrukturen som obligationsägarna respektive bankerna befinner sig. Detta har inte reglerats i det nya standardavtalet eftersom det utgör ett kommersiellt villkor. Investerare på den svenska marknaden som också är aktiva i Norge anser dock

¹⁶² Det har diskuterats i den engelska doktrinen huruvida en säkerhet är skapad i låntagarens egendom eller om det enbart är frågan om ett åtagande under avtalet. Detta är särskilt osäkert om det aktuella lånet inte är säkerställt eftersom långgivaren då, trots att någon säkerhet inte är ställd, skulle få ett säkerhetsintresse genom att emittenten hindras att ställa säkerhet överhuvudtaget. Se Goode, 2004, s. 613 och Wood, 2011, s. 115 f.

¹⁶³ Telefonintervju med Anton Alsö, If.

¹⁶⁴ A.st.

att en negative pledge-klausul som innefattar företagets samtliga lån bör tas med i de svenska standardvillkoren för att få bort de äldre negative pledge-klausulerna.¹⁶⁵

3.3 En helt oberoende agent – är det möjligt?

Vem som äger bolaget som är verksamt som agent på den svenska marknaden får betydelse för de andra aktörernas uppfattning av dess oberoende. Enligt Daniel Barr har CorpNordic en fördel jämfört med Norsk Tillitsmann i Norge eftersom bolaget inte ägs av banker. Trots detta föreslog han innan Swedish Trustees inträde på marknaden att bankföreningen eller bankledningarna tillsammans skulle bilda ett svenskt bolag motsvarande Norsk Tillitsmann. Detta för att bankerna inte ska sitta på dubbla stolar som emissionsinstitut.¹⁶⁶

Trots att Norsk Tillitsmann bland annat ägs av de norska bankerna anser sig även de vara oberoende på den norska marknaden. Enligt Jo Forfang på Norsk Tillitsmann föreligger det ofta en felaktig uppfattning bland aktörerna på den svenska marknaden att Norsk Tillitsmann ägs av bankerna och därför inte är oberoende. Norsk Tillitsmann upprättades dock av marknaden själv för att kunna tillvarata en oberoende funktion. Bolaget ägs av såväl banker som livförsäkringsbolag och på ägarsidan är det en balans mellan investerare, emittenter och emissionsinstitut. Norsk Tillitsmanns oberoende kan jämföras med den norska börsen som har en oberoende marknadsövervakande funktion trots att de norska bankerna utgör de största ägarna.¹⁶⁷ Även andra aktörer anser att Norsk Tillitsmann är oberoende.¹⁶⁸

Anledningen till att ett bolag som ägs av bankerna kan vara att föredra även i Sverige är att intressekonflikterna försvinner eftersom bolaget kan representera investerarna istället för att emissionsinstitutet gör det. I dagsläget finns dock två bolag som är verksamma som agenter i högavkastande obligationslån. Att ett emissionsinstitut skulle ersätta agenten i ett högavkastande obligationslån är idag tveksamt, särskilt när standardavtalet är utformat efter att agenten utgör den ena parten. Ett bankägt bolag skulle dock kunna innebära en attitydförändring av den svenska synen eftersom bankerna då själva har tagit ställning till behovet av en agent. De har ett stort inflytande på den svenska obligationsmarknaden och därför torde en agent som ägs av bankerna kunna leda till ett högre förtroende hos investerarna som innebär att fler vågar delegera sin makt. Detta skulle kunna bidra till en mer aktiv agent.

¹⁶⁵ Telefonintervju med Anton Alsö, If.

¹⁶⁶ Se Barr, 2011, s.15 f.

¹⁶⁷ Intervju med Jo Forfang, Norsk Tillitsmann, och Maria Klaesson, Swedish Trustee.

¹⁶⁸ Telefonintervju med Anton Alsö, If.

4. Agentens processrättsliga kompetens

Av standardavtalet framgår det att obligationsägarna genom att teckna sig för obligationerna utnämner agenten till representant för dem i obligationslånet. Genom obligationsförvärvet bekräftar de sedan fullmakten.¹⁶⁹ Vad som ingår i behörigheten framgår av de andra klausulerna i avtalet. På grund av den restriktiva tolkningen av standardavtalet krävs att agentens behörighet under avtalet anges uttryckligen för att den ska anses ingå i fullmakten.

I standardavtalet finns en så kallad *no action*-klausul.¹⁷⁰ Den bygger på villkor från engelska obligationslån och innebär att obligationsägarna i teorin har frånskrivit sig rätten att rikta krav mot emittenten. Obligationsägarna har då inte kvar sin individuella rätt att kräva eller återta betalningar, och inte heller att initiera till exempel företagsrekonstruktion eller konkurs. Motsvarande begränsning av obligationsägarnas rätt finns i det norska standardavtalet.¹⁷¹ Det är osäkert om klausulen har processuell verkan i svensk rätt eller om den enbart är materiell, det vill säga att det endast kan bli fråga om ett avtalsbrott om obligationsägarna riktar krav mot emittenten.¹⁷²

Utan en *no action*-klausul i obligationslånet skulle varje enskild obligationsägare exempelvis kunna fatta beslut om acceleration av sin obligation. Detta skulle i sin tur kunna utlösa cross default. Detta sätter emittenten i en allvarlig situation eftersom denne kan hamna på obestånd när samtliga långgivare kräver tillbaka sina pengar. Inom den engelska doktrinen kallas händelseförloppet för "the mad bondholder".¹⁷³

En *no action*-klausul förhindrar också att enskilda obligationsägare som får reda på emittentens betalningssvårigheter stämmer emittenten i domstol och får återbetalning före andra obligationsägare som saknar sådan vetskap, vilket brukar kallas för "the race to the courthouse door". Genom en *no action*-klausul kan det undvikas eftersom obligationsägarna då är förhindrade att vidta rättsliga åtgärder. Istället handlar bond trustee för hela kollektivet vilket innebär att samtliga obligationsägare får betalt samtidigt.¹⁷⁴

¹⁶⁹ Se 20.1.1 i det svenska standardavtalet. Jfr 18.1 i det norska standardavtalet.

¹⁷⁰ Se 22.1 i det svenska standardavtalet.

¹⁷¹ Se 18.1d)(ii) i det norska standardavtalet.

¹⁷² Frågan om klausulen processuella, eller enbart materiella, verkan i svensk rätt diskuteras av Magnus Wieslander, se Wieslander Juridisk Publikation 2012 s. 282 ff. I Norge utgick den norska domstolen från att klausulen hade processuell verkan när agentens talerätt prövades. Se HR-2010-00568-A, Norges Høyesterett, 7/4 2010.

¹⁷³ Se Tennekoon, 1991, s. 212.

¹⁷⁴ Se a.a.

I Sverige innebär no action-klausulen, om klausulen har processuell verkan, tillsammans med fullmakten att agenten har tagit över rätten att på obligationsägarnas vägnar rikta krav mot emittenten och företräda deras intressen i olika situationer. Det finns dock fler processrättsliga tveksamheter till denna civilrättsliga konstruktion. Det måste nämligen finnas stöd i lagstiftningen på varje område eller följa av allmänna principer att agenten kan företräda obligationsägarna i de specifika situationerna.

Agentrollen kan därför beskrivas som ett mynt med två sidor. Agentens behörighet enligt fullmakten motsvarar den ena, civilrättsliga, sidan. Agentens möjlighet att sedan kunna företräda obligationsägarna i utförandet av den delegerade makten utgör den andra, processrättsliga, sidan. Båda sidorna är nödvändiga för att agentfunktionen ska fungera.

4.1 Agentens rätt att föra obligationsägarnas talan

En ansökan om betalningsföreläggande hos Kronofogdemyndigheten, KFM, och begäran om andra exekutiva åtgärder kan leda till domstolsprövning. Agenten måste därför kunna företräda kollektivet i såväl domstol som inför andra myndigheter.

Bond trustee kan väcka talan mot emittenten för egen räkning eftersom denne genom trustinstitutet har fått alla common law-rättigheterna som är knutna till trustegendomen. Den svenska agenten har inte denna möjlighet som fullmäktig. Istället finns två valmöjligheter för agenten, antingen att väcka talan i obligationsägarnas namn för deras räkning eller att väcka talan i eget namn.¹⁷⁵ Agentens processrättsliga kompetens i obligationslån, genom något av alternativen ovan, är dock ännu inte prövad i svensk domstol.

Enligt 12 kap rättegångsbalken (1942:740), RB, kan parts talan föras genom ombud som har fått en muntlig eller skriftlig fullmakt från parten.¹⁷⁶ Av 12 kap 14 § p. 1 RB framgår att rättegångsfullmakten medför behörighet för ett ombud att på huvudmannens vägnar "väcka talan samt påkalla åtgärd, även om åtgärden ankommer å annan myndighet än rätten". Med rättegångsfullmakt har agenten således behörighet att företräda obligationsägarna i domstol samt på deras vägnar begära olika typer av tvångsindrivning. Detta förutsätter dock att ingen inskränkning enligt 12 kap 15 § RB har skett.

Enligt 20.1.1 i det svenska standardavtalet ger obligationsägarna genom fullmakten agenten behörighet att "act on its behalf [...] in any legal or arbitration proceedings relating to the Notes". I 20.1.2 stadgas att obligationsägarna "immediatly upon request

¹⁷⁵ Se Wieslander Juridisk Publikation 2012, s. 271 f.

¹⁷⁶ 12 kap 1 och 8 §§ RB.

provide the Agent with any such documents, including a written power of attorney (in form an substance satisfactory to the Agent)”. Agenten kan således enligt 20.1.2 begära in en rättegångsfullmakt från varje enskild obligationsägare. Det kan dock innebära praktiska problem att samla in rättegångsfullmakter från samtliga obligationsägare. Frågan blir därför om en rättegångsfullmakt enligt 12 kap RB kan anses inbakad i den generella fullmakt som agenten har att företräda obligationsägarna.

En rättegångsfullmakt kan vara muntlig eller skriftlig. Muntlig fullmakt ska avges inför domstolen.¹⁷⁷ Detta innebär att samtliga obligationsägare skulle vara tvungna att närvara i rätten, varför det blir naturligt att bortse från den muntliga fullmakten och i sammanhanget istället tala om skriftlig fullmakt. En sådan ska vara egenhändigt undertecknad av parten, det vill säga varje obligationsägare. På grund av detta krav är det inte tillräckligt med att fullmakten skrivs in i obligationsvillkoren. Samtliga obligationsägare behöver underteckna och skicka en rättegångsfullmakt till agenten, och om obligationerna överlåts måste förvärvaren göra detsamma.¹⁷⁸

Utöver de praktiska problemen som det innebär att samla in alla fullmakter som krävs för att agenten ska kunna föra obligationsägarnas talan blir det också problematiskt om obligationsägarna inte skickar in någon fullmakt med anledning av att de själva vill föra talan. Dessa bryter visserligen i ett sådant fall mot obligationsvillkoren, dels genom att inte skicka in fullmakt och dels genom att rikta krav på egen hand mot emittenten. Eftersom villkorens processuella verkningar är osäkra finns det dock i dagsläget ingen *rättslig* grund som hindrar obligationsägaren att göra så.

För det fall att en no action-klausul antas ha processuell verkan leder de praktiska problemen kring rättegångsfullmakten till frågan om agenten kan föra talan i eget namn på obligationsägarnas vägnar. För att en agent ska kunna föra talan i eget namn krävs att denne har såväl partsbehörighet som processbehörighet.¹⁷⁹ Partsbehörighet har de fysiska och juridiska personer som nämns i 11 kap 1-2 §§ RB. Med processbehörighet menas en parts behörighet att själv eller genom befullmäktigat ombud vara verksam i processen, och kan karakteriseras som processuell handlingsförmåga.¹⁸⁰ Dessutom krävs att agenten har talerätt, vilket betyder ungefär att agenten har behörighet att vara

¹⁷⁷ Jfr Ekelöf, P. O. och Boman, R., *Rättegång – andra häftet*, 8 uppl., Norstedts Juridik, 2011, s. 84.

¹⁷⁸ Jfr Wieslander Juridisk Publikation 2012, s. 273.

¹⁷⁹ Se Ekelöf och Boman, 2011, s. 48 ff.

¹⁸⁰ Se a.a., s. 51, i not 15.

part i ett mål som rör en viss sak.¹⁸¹ Talerätten karakteriseras ibland som en saklegitimation.¹⁸²

I det aktuella fallet blir just talerätten problematisk eftersom den enligt huvudregeln endast kan tillkomma borgenärerna i ett fordringsförhållande. Agenten är representant för borgenärerna men har trots det inte talerätt.¹⁸³ Frågan blir då om agenten har talerätt grundat på *emittentens förpliktelse* att återbetala obligationerna till obligationsägarna.

Enligt doktrinen torde det vara möjligt att föra talan till förmån för tredje man när käranden har ett befogat intresse för det. När emittenten i ett avtal med agenten har åtagit sig att prestera till obligationsägarna bör ett sådant befogat intresse finnas.¹⁸⁴ Vissa lagbestämmelser utgår dessutom från att en part kan föra talan mot annan om att denne skall fullgöra något till en tredje part.¹⁸⁵

I NJA 1984 s. 215 ansåg HD att det kan finnas skäl att låta en part få talerätt grundat på en annan parts förpliktelse mot en tredje part, även när lagstöd för det saknas. HD påpekade dock att det i regel saknas skäl att låta en part föra talan om annans rätt om det inte föreligger speciella omständigheter. Det är endast fallet vid utpräglade undantagssituationer.¹⁸⁶ Slutsatsen blir då att det i de flesta fall inte finns någon dispositionsrätt för parter att skapa talerätt grundat på ena partens förpliktelse, trots att käranden kan anses ha ett befogat intresse för det.¹⁸⁷

Parterna kan däremot *avtala* om att tredje man ska ha talerätt. Parten som åberopar sådan talerätt måste dock kunna visa att detta civilrättsligt och processrättsligt blandade avtal har en processuell verkan.¹⁸⁸ När parterna har avtalat om att ena parten har rätt att driva in en fordran från den andra partens gäldenär har det i praxis kallats för *processkommission*. Detta kan hänföras till samma rättsfigur som inkassoöverlåtelse eller procuraöverlåtelse, det vill säga när en fordringsöverlåtelse har skett till en ny borgenär för

¹⁸¹ Se Ekelöf och Boman, 2011, s. 54 f. Observera att begreppet talerätt används i en vidare betydelse nedan.

¹⁸² Se Fitger, m.fl., Rättegångsbalken (oktober 2013, Zeteo) kommentaren till 13 kapitlet, under rubriken Talerätt.

¹⁸³ Jfr Rodhe, K., *Obligationsrätt*, 1 uppl., Studentlitteratur, 1994, s. 607.

¹⁸⁴ Jfr Heuman JT 2011-12 s. 339 och Lindskog, S., *Skiljeförfarande – En kommentar*, 2 uppl., Norstedts Juridik, 2012, s. 557.

¹⁸⁵ Se till exempel 4 kap 23 § 1 st Utsökningsbalken (1981:774), UB, och 2 kap 25 § Aktiebolagslagen (2005:551). Se Wieslander Juridisk Publikation 2012 s. 276, i not 56.

¹⁸⁶ Se HD:s domskäl i NJA 1984 s. 215.

¹⁸⁷ Se Heuman JT 2011-12 s. 339.

¹⁸⁸ Se a.a., s. 338 f.

att denne ska inkassera fordringens belopp.¹⁸⁹ Den nya borgenären är egentligen en representant för den förre borgenären. En sådan representant anses ha talerätt.¹⁹⁰

Eftersom den generella fullmakten i standardavtalet stadgar att agenten kan föra talan på obligationsägarnas vägnar i frågor som rör obligationerna ligger det nära att tala om agentens talerätt som processkommissionär. Rättsfiguren medför dock vissa problem. Agenten kan som processkommissionär påstås vara borgenär genom att denne har förvärvat rätten att driva in fordran på emittenten. Om emittenten går i konkurs efter att denne betalat till agenten finns en teoretisk risk att emittentens övriga borgenärer riktar återvinningsanspråk gentemot agenten. Samma risk finns för obligationsägarna men en agent är lättare att identifiera än obligationsägarna.¹⁹¹

Agentens talerätt har dock inte prövats i svensk domstol. Så länge det inte sker, och inte heller lagstiftaren reglerar agentens möjlighet att företräda kollektivet utan särskild fullmakt, får rättsläget fortsättningsvis anses osäkert. Detta innebär att obligationsägarna ännu inte kan förlita sig på att agenten kan företräda dem utan en rättegångsfullmakt trots att de har frånskrivit sig rätten att själv rikta krav mot emittenten. Å andra sidan är inte no action-klausulen heller prövad i svensk rätt. Denna osäkerhet är en bidragande orsak till att agenten tenderar att förbli passiv på den svenska marknaden.

4.2 Rätten att ansöka om konkurs

I Sverige är det endast borgenärerna som kan ansöka om att försätta gäldenären i konkurs. En ansökan från någon som inte är fordringshavare ska avvisas av domstolen. Utgångspunkten är därför att emittenten inte kan försättas i konkurs på begäran av någon annan intressent än obligationsägarna.¹⁹²

Enligt 2 kap 1 § konkurslagen (1987:672) ska ansökan om konkurs skriftligen lämnas till tingsrätten och "vara egenhändigt undertecknad av sökanden eller sökandens ombud". I enlighet med lagtexten bör agenten, i egenskap av obligationsägarnas ombud, således ha behörighet att ansöka om att försätta emittenten i konkurs.¹⁹³ Ombudet kan komma att behöva styrka sin behörighet att företräda sökanden.¹⁹⁴ Eftersom det i 16 kap 2 §

¹⁸⁹ Jfr Wieslander Juridisk Publikation 2012 s. 276.

¹⁹⁰ Jfr Rodhe, 1994, s. 607 och Ekelöf, 2011, s. 77.

¹⁹¹ Se Wieslander Juridisk Publikation 2012 s. 278 ff. Wieslander poängterar fler problem med processkommissionen; risken för skadeståndsanspråk från emittenten och att agenten som processkommissionär får bära rättegångskostnaderna.

¹⁹² Se Heuman, L., *Specialprocess*, 6 uppl., Norstedts Juridik, 2011, s. 179.

¹⁹³ Jfr Outinen, I och Forsberg, J, *En trustee på den svenska finansmarknaden - problem och framtid*, Examensarbete i avtalsrätt 2012, Juridiska institutionen, Stockholms Universitet, s. 56.

¹⁹⁴ Jfr 2 kap 1 § 2 st Konkurslagen.

Konkurslagen finns en hänvisning till RB:s bestämmelser om tvistemål gäller reglerna om ombuds fullmakt i 12 kap RB.¹⁹⁵ Det torde således krävas en enskild rättegångsfullmakt från varje obligationsägare. Att behörigheten att agera ombud i konkursärenden ingår i rättegångsfullmakten framgår, som redan har nämnts, av 12 kap 14 § p. 1 RB. Förfarandet med inhämtning av rättegångsfullmakt innebär dock som redan har nämnts praktiska problem i obligationslånemodellen.

Enligt huvudregeln som nämndes ovan är det endast borgenärerna som i eget namn har rätt att påkalla exekutiva åtgärder och inte deras representant. Undantaget skulle kunna vara när det är fråga om processkommission. Även om rättsfiguren framförallt har använts för talerätt i domstol skulle principerna kunna vara tillämpliga även här eftersom konkurs kan anses vara en form av inkassoåtgärd.¹⁹⁶

Enligt aktörer på den svenska marknaden finns det dock ett behov av att lagstifta i frågan.¹⁹⁷ Anledningen är osäkerheten på marknaden då frågan ännu inte är prövad i domstol. Svenskt Näringsliv menar i brevet att ett förtydligande av lagstiftning kan leda till en bättre fungerande företagsobligationsmarknad. Dessutom skulle det bidra till ett snabbare klagande av den svenska agentfunktionen.

4.3 Den processrättsliga kompetensen i Norge

I Norge har båda frågorna ovan prövats i högsta instans. Efter finanskrisen 2008 blev det fråga om en del pantrealisationer av high yield bonds.¹⁹⁸ I samband med detta aktualiserades först frågan om agentens rätt att föra talan i eget namn för obligationsägarnas räkning (norska *søkmålskompetense*), vilket prövades i Norges Høyesterett den 7 april 2010.¹⁹⁹

Underrätterna fann först att agenten saknade talerätt eftersom det gick emot praxis och inte heller var förenligt med den norska motsvarigheten till rättegångsbalken (norska *Tvisteloven* § 1-3²⁰⁰). Høyesteretten påpekade sedan att huvudregeln enligt norsk praxis var att en fullmäktig inte hade talerätt, men att det fanns ett undantag eftersom domstolen tidigare hade reserverat sig från de fall då omständigheterna är så speciella att det rimliga är att inrymma talerätt för tredjemanskrav. Domstolen ansåg att så var fallet den här gången och motiverade agentens talerätt med att det var i enlighet med ett starkt

¹⁹⁵ Se Mellqvist, Rättegångsbalken 2 kap 1 § 2 st, lagkommentar not 12, (juli 2013, Karnov).

¹⁹⁶ Jfr Wieslander Juridisk Publikation 2012 s. 278 ff.

¹⁹⁷ Se Svenskt Näringsliv, *Begäran om förtydliganden i lagstiftningen rörande agentrollen vid emissioner av företagsobligationer m.m.* (brev till Finansdepartementet 9/8 2012).

¹⁹⁸ Telefonintervju med Jo Forfang, Norsk Tillitsmann 25/9 2013.

¹⁹⁹ Se HR-2010-00568-A, Norges Høyesterett, 7/4 2010.

²⁰⁰ Lov om mekling og rettergang i sivile tvister (2005-06-17-90).

praktiskt behov. Eftersom obligationsägarna genom obligationsavtalet frånskrivit sig sina rättigheter till förmån för agenten, däribland rätten att föra talan mot emittenten i domstol, skulle det enligt domstolens motivering vara bekymmersamt om inte heller agenten kunde föra obligationsägarnas talan.

Frågan om agenten, i eget namn, kunde försätta emittenten i konkurs prövades den 7 september 2010.²⁰¹ Fallet handlade om huruvida agenten kunde anses ingå i kategorin fordringshavare (norska *fordringshaver*) enligt definitionen i den norska motsvarigheten till konkurslagen (norska *Konkursloven*²⁰²). Tingsretten ansåg inte att Norsk Tillitsman, som var agent i obligationslånet, var att anse som en sådan fordringshavare. I de högre rätterna kom man dock fram till motsatsen. Høyesteretten blickade tillbaka till rättsfallet från april och menade att den rätt att företräda kollektivet som man då tillkände agenten var generell. Även i det aktuella fallet var ett praktiskt behov anledningen till att domstolen fann att agenten hade rätt att begära emittenten i konkurs, och domstolen påpekade återigen att obligationsägarna har frånskrivit sig rätten att göra anspråk gentemot emittenten och samtidigt accepterat att agenten tagit på sig detta på obligationsägar-kollektivets vägnar.

4.4 Bond trustees processrättsliga kompetens

En bond trustee i ett obligationslån som regleras av engelsk rätt kan som redan har nämnts för egen räkning föra talan gentemot emittenten. Detta då trusten innebär att bond trustee har fått alla rättigheter under common law till trustegendomen. Användningen av trustinstitutet har här sina fördelar framför den nordiska avtalsrättsliga konstruktionen där agenten mer ses som ett ombud. Det blir därför svårare att motivera varför agenten ska ha rätt att företräda kollektivet i eget namn, även om agentrollen har inspirerats av bond trustee och obligationslånemodellen i princip kräver en sådan talerätt.

Den norska obligationsmarknaden hade en lång tid utgått från att agenten skulle ha rätt att väcka talan för obligationsägarnas räkning. När frågan sedan kom att prövas i norska domstolar var det dock långt ifrån självklart, sett utifrån norska processrättsliga regler, att agenten skulle ha talerätt i eget namn. Den norska högsta domstolen tillerkände slutligen agenten talerätt. Beslutet motiverades främst med att det fanns ett stort praktiskt behov. Eftersom den svenska obligationsmarknaden inte är lika utvecklad som den

²⁰¹ HR-2010-01489-U, Norges Høyesterett, 7/11 2010.

²⁰² Lov om gjeldsforhandling og konkurs (1984-06-08-58).

norska marknaden, och en liknande erfarenhet saknas, är det inte självklart att de svenska domstolarna skulle vara lika pragmatiska om detta skulle prövas i Sverige.²⁰³

Det finns dock fall då HD har visat sig vara pragmatisk mot just finansiella konstruktioner. I NJA 1995 s. 367 prövades det sakrättsliga momentet efter ett förvärv av utleasad egendom, så kallad investiorleasing. Tvisten gällde om denuntiationen fått tillräcklig rådighetsavskärande verkan för att det sakrättsliga momentet skulle vara uppfyllt. I domskälen påpekade HD det grundläggande syftet med ett krav på sakrättsligt moment och hur denuntiationen på olika sätt kan uppfylla syftet. HD gick emot revisionssekreterarens förslag på dom och ansåg att denuntiationen var godtagbar trots att överlåtaren fortfarande hade "ett visst sken av rådighet".²⁰⁴

I NJA 1997 s. 382 prövade HD den rättsliga betydelsen av ett stycke i en klausul i ett finansiärsavtal efter att gäldenären blivit insolvent. Ena parten, A, ansåg att stycket innebar ett efterställningsavtal. Enligt domskälen kan ett efterställningsavtal ingås genom att två borgenärer kommer överens om att den ena borgenären har bättre rätt till betalningen vid gäldenärens obestånd.²⁰⁵ I fallet var frågan om den andra parten, B, som annars hade bättre rätt enligt avtalet, kunde anses efterställd i den aktuella situationen enligt en sådan överenskommelse – vilket HD inte ansåg var fallet. Detta då det av styckets utformning, varken språkligt eller på annat sätt, inte kunde utläsas att ett särskilt efterställningsavtal hade träffats. Däremot kom HD fram till att klausulen som helhet innebar ett efterställningsavtal där A var efterställd B vilket betyder att rättsfiguren erkändes av den svenska rättsordningen.

Två justitieråd var skiljaktiga och ansåg att A som var efterställd hade bättre rätt i den särskilda situationen enligt klausulens utformning. Skiljaktig mening hänvisade till att finansiärsavtal även förekommer på den internationella kreditmarknaden och att ett sådant avtal brukar reglera parternas förhållande vid gäldenärens insolvens. Enligt en tolkning i ljuset av avtalet och avtalssituationen som helhet ansågs den omtvistade klausulen, för att få någon förnuftig mening, ha den innebörd som A hävdade. De skiljaktiga justitieråden hade till skillnad från majoriteten således en pragmatisk syn på klausulens innebörd. Att majoriteten inte hade det visar dock på det förhållande att HD inte alltid låter pragmatiska skäl väga tyngst för domslutet. Däremot visar domen hur rättsfigurer som är baserade på klausuler från utländska avtal kan erkännas av den svenska rättsordningen.

²⁰³ Intervju med Carl Brodén m.fl., CorpNordic.

²⁰⁴ Se HD:s domskäl i NJA 1995 s. 367.

²⁰⁵ Jfr Lindskog SvJT 1992 s. 622 (enligt referens i NJA 1997 s. 382).

5. Självregleringens effektivitetsproblem

5.1 Marknadens självreglering

Den svenska värdepappersmarknaden har gått från att vara hårt reglerad till att avregleras under 1980-talet med anledning av de finansiella marknadernas framväxt internationellt. Behov uppkom sedan att reglera de risker som blev följderna av avregleringen, men istället för ny reglering introducerades nya finansiella instrument. Ett exempel är derivaten, vars användning minskade osäkerheten om tillgångars framtida pris.²⁰⁶ Efter finanskrisen har reglering åter igen diskuterats flitigt.²⁰⁷

Självreglering är en särskild typ av reglering som emellertid ofta styr de olika nationella värdepappersmarknaderna, framför allt i de anglosaxiska länderna.²⁰⁸ Detsamma gäller för den svenska värdepappersmarknaden där självregleringen kompletteras av lagstiftning, förordningar, föreskrifter och domstolspraxis.²⁰⁹ Självregleringen utgörs framförallt av branschorganisationernas regler, råd och rekommendationer.²¹⁰ När dessa har spridit sig och utgör allmänt utbredda handlingsmönster som har iakttagits en längre tid har de blivit handelsbruk och sedvänja.²¹¹

Även utan initiativ från en branschorganisation kan självreglering bildas. När aktörerna på marknaden tillämpar långvariga beteenden skapar det marknadspraxis som efter en tid verkar så självklar att normerna därefter betraktas som gällande regler på marknaden.²¹² Innan standardavtalet publicerades av Svenska Fondhandlarförbundet saknades reglering av företagsobligationer med undantag från den marknadspraxis som då fanns.

Självreglering utgör soft law, vilket kan förklaras med en negativ definition; det utgör det som *inte* är hård reglering i betydelsen bindande offentlig reglering. Självregleringen tillämpas emellertid ofta av medlemmarna i de branschorgan som utvecklar den, vilket innebär att den bidrar till gemensamma riktlinjer. Det kan även finnas skäl för

²⁰⁶ Se Asgharian, H. och Nordén, L., *Räntebärande instrument – värdering och riskhantering*, Lund 2007, s. 14 f.

²⁰⁷ Se t ex Riksbankschef Stefan Ingves anförande 13/6 2012.

http://www.riksbank.se/Documents/Tal/Ingves/2012/tal_ingves_120613_sve.pdf hämtad 5/11 2013. Se även motion 2012/13:Fi201.

²⁰⁸ Se Afrell och Jansson, 2012, s. 94 f.

²⁰⁹ Se Jansson, P-O., *Svenska Fondhandlarförbundet – etthundra år 1908-2008*, Svenska Fondhandlarförbundet, 2008, s. 201.

²¹⁰ Jfr Beckman och Björkman m.fl., 2013, s. 283.

²¹¹ Se Grundell, E., Lycke, J., Svensson, A-P. och Winroth, G, *Etik och regelverk på värdepappersmarknaden*, 1 uppl., Liber, 2013, s. 27.

²¹² Se Beckman och Björkman m.fl., 2013, s. 283.

icke-medlemmar att tillämpa självregleringen eftersom förtroendet för ett företags verksamhet kan stärkas genom att företaget tillämpar vissa regler.²¹³ När riktlinjerna har blivit marknadspraxis kan de dock få en bindande verkan.

Med självreglering, eller utomrättslig normbildning som det också kallas, kan lagstiftningsåtgärder bli överflödiga. Särskilt i fall då lagstiftaren medvetet har lämnat vissa rättsområden oreglerade.²¹⁴ Naturligtvis kan avsaknaden av offentlig reglering bero på att området är nytt eller har utvecklats fort. När det gäller obligationsmarknaden är det enligt min uppfattning en kombination av de båda. Handelsbruk och sedvänja bildar sedvanerätt på området när lagstiftningen är dispositiv eller saknas på rättsområdet.²¹⁵ I de fallen blir självregleringen en självständig rättskälla.²¹⁶ På grund av avsaknaden av offentlig reglering får således självregleringen stor betydelse som rättskälla på företagsobligationsmarknaden, trots att den inte är bindande från början.

En nackdel med utomrättslig normbildning är att det saknas sanktioner när någon bryter mot reglerna. När självregleringen blir en del av ett avtal, som till exempel standardavtalet, kan det dock bli fråga om avtalsbrott och då gäller sanktionerna enligt avtalet.²¹⁷ En av fördelarna med självreglering är att den snabbt kan anpassas till rådande omständigheter på marknaden. En annan fördel är att personerna som utarbetar självregleringen står marknaden nära och känner till behoven vilket medverkar till ett stärkt förtroende för marknaden.²¹⁸ Samtidigt är det en av självregleringens nackdelar eftersom branschorganisationerna också styrs av sina medlemmars intressen.²¹⁹

Värdepappersmarknaden omsätter stora värden och är beroende av allmänhetens förtroende. För att investerarna ska känna sig trygga på marknaden och vilja investera i de finansiella instrumenten krävs därför att marknaden är tillförlitlig. Generella normer för olika situationer på marknaden stärker förtroendet.²²⁰ Normerna kan skapas genom standardisering, vilket också har varit syftet med det nya svenska standardavtalet. Enligt avtalets följebrev är nämligen ändamålet med standardiseringen att villkoren ska "utgöra en etablerad och balanserad referenspunkt".²²¹

²¹³ Se Afrell och Jansson, 2012, s. 98.

²¹⁴ Se Grundell och Lycke m.fl., 2013, s. 27.

²¹⁵ Jfr 1 kap 1 § Avtalslagen (1915:218), 2 § 3 st Kommissionslagen (2009:865) och 3 § Köplagen (1990:931).

²¹⁶ Se Grundell och Lycke m.fl., 2013, s. 28.

²¹⁷ Se a.a.

²¹⁸ Se Afrell och Jansson, 2012, s. 94 f.

²¹⁹ Se Beckman och Björkman m.fl., 2013, s. 283.

²²⁰ Se Afrell och Jansson, 2012, s. 94 f.

²²¹ Se följebrevet till standardavtalet, http://www.fondhandlarna.se/index.php/regler/cat_view/36-regler/212-obligationsvillkor hämtad 20/12 2013.

Eftersom det på den svenska obligationsmarknaden finns två olika förhållningssätt till agentfunktionen försvinner dock möjligheten att genom standardavtalet skapa generella normer som kan bidra till ett stärkt förtroende för marknaden. Istället representerar standardavtalet endast den ena synen på agentfunktionen. Andra aktörer som har en annan uppfattning kan välja att modifiera standardavtalet, eller tillämpa det som det är men göra en mer extensiv tolkning. Detta bidrar inte till att allmänhetens förtroende för marknaden stärks. Att det är den traditionella synen på agentfunktionen som speglas i standardavtalet är en konsekvens av att intressena hos fondhandlarföreningens medlemmar kan styra självregleringen. Detta är som redan har nämnts en nackdel med självregleringen.

Det finns praktiska skäl att använda sig av standardavtalet. Parterna slipper förhandla fram villkoren i varje obligationslån när de istället kan använda villkoren i standardavtalet som mall. Då det saknas annan vägledning på området kan mindre erfarna parter söka svaren i standardavtalet. Om standardavtalet används i detta syfte är det problematiskt om agentfunktionen inte motsvarar marknadens förväntningar på den.

5.2 Svenska Fondhandlarföreningen

Svenska Fondhandlarföreningen är en samarbetsorganisation för företag som driver värdepappershandel i Sverige. Samtliga av de svenska storbankerna är medlemmar.²²² Föreningen tar normalt fram standardiserade avtal och villkor för marknaden.²²³ Vissa regler på värdepappersmarknaden som finns i Finansinspektionens, FI:s, föreskrifter har sitt ursprung i Svenska Fondhandlarföreningens egna regler.²²⁴

Standardavtalet som gavs ut 2013 av Kreditobligationsgruppen inom fondhandlarföreningen är ett slags blandning av olika typer av självreglering. Avtalet är utarbetat av en branschorganisation men är inte bindande för varken medlemmarna eller andra. Det har därför inte riktigt samma karaktär som organisationens regler eller rekommendationer.

Eftersom standardavtalet är resultatet av en harmonisering motsvarar villkoren tidigare normer och beteenden på marknaden, det vill säga marknadspraxis. Standardavtalet innebar också en chans för medlemmarna i Kreditobligationsgruppen att ge uttryck för sin uppfattning av agentfunktionen, och genom de nya villkoren ändra på marknadspraxis. Det är dock upp till parterna själva i varje enskilt obligationslån om de vill behålla

²²² Se <http://www.fondhandlarna.se/index.php/om-foereningen/medlemmar> hämtad 7/11 2013.

²²³ Se Grundell och Lycke m.fl., 2013, s. 29 och 184 f.

²²⁴ Se Afrell och Jansson, 2012, s. 98 f.

villkoren eller modifiera dem. Klausulernas utformning är således inte huggen i sten. Emittenterna uppmanas i följebrevet att skicka in de slutliga villkoren i varje emission för att i ett senare skede kunna uppdatera och revidera standardavtalet. Marknadspraxis kan sålunda skapas och uppdateras även genom influenser från parterna.

Den marknadspraxis som standardavtalet motsvarar består av den traditionella synen på agenten som en mer administrativ mellanman. Investerare på den norska marknaden kan, om de får inflytande i utarbetningen av villkoren, överföra norsk marknadspraxis till den svenska marknaden och därmed bidra till att den svenska obligationsmarknaden utvecklas till att bli mer som den norska. Det blir dock svårt att etablera marknadspraxis på det sättet eftersom aktörerna fortfarande har olika synsätt. Det tar framförallt lång tid.

Kreditobligationsgruppen tog inte hänsyn till alla förslag som lämnades av aktörerna i remissvaren under utformningen av avtalet.²²⁵ Frågan är därför om arbetsgruppen i framtiden kommer ta hänsyn till trender som visar att marknaden behöver mer självständiga agenter.

5.3 Självregleringens effektivitet när det finns olika attityder

Utvecklingen av den svenska obligationsmarknaden pågår fortfarande. Målet är att skapa en bättre marknad för företagsobligationer och standardvillkoren har varit början på detta. En för detaljerad reglering leder dock till lägre flexibilitet på marknaden.²²⁶

Kapitel 15 i standardavtalet reglerar obligationsägarkommittén och är ett tydligt exempel på ett mindre flexibelt förfarande till följd av en för detaljerad reglering. Här fanns tidigare en marknadspraxis där agenten själv kunde utse kommittén. Kreditobligationsgruppen valde dock att bortse från detta vid utformningen av standardavtalet och numera ska kommittén alltid sammankallas av fordringshavarmötet.

Att riskerna med överreglering har beaktats framgår emellertid av fotnoten till kapitlet eftersom det nämns att en sådan kommitté kan utses av obligationsägarna även utan särskild reglering. Kreditobligationsgruppen ändrade emellertid på det förfarande som har blivit etablerat genom marknadspraxis. Ändringen innebär att flexibiliteten och effektiviteten med ett sådant förfarande har minskat. Möjligheten att använda kommittén på ett effektivt sätt, så som den användes i Norge under finanskrisen, hindras av den nuvarande utformningen eftersom det med de nya villkoren tar längre tid och kräver obligationsägarnas inblandning.

²²⁵ Remissvaren är inte offentliga, utan detta framgick av intervjuer med praktikerna.

²²⁶ Telefonintervju med Maria Klaesson, Swedish Trustee.

För att standardavtalet ska få den verkan som Kreditobligationsgruppen hade hoppats på, nämligen att utgöra en etablerad och balanserad referenspunkt, krävs en förändring av attityderna på marknaden. Antingen måste aktörerna anpassa sin syn på agentfunktionen till den som uttrycks i standardavtalet eller så måste de aktörer som har den traditionella synen på agenten ändra på sin uppfattning. Förmodligen skulle båda sidorna stå på sig eftersom agentfunktionen är så pass ny i Sverige.

De aktörer som har varit aktiva på den norska marknaden har fått beskåda hur en självständig agent leder till en effektiv marknad. Aktörerna med den traditionella svenska synen på agentfunktionen hävdar däremot att agentfunktionen så som den tar sig uttryck i Norge inte passar på den svenska marknaden eftersom marknaderna ser olika ut. Carl Brodén på CorpNordic menar att investerarna på den svenska marknaden själva vill fatta beslut som rör deras intressen och tror inte att de är beredda att delegera sin makt i lika stor utsträckning som görs enligt de norska villkoren.²²⁷

Mikael Bellander på SEB hävdar att den norska marknaden, till skillnad från den svenska, har drivits av tillgångsbaserad finansiering medan finansieringen i Sverige är mer verksamhetsinriktad och anpassad efter ett bolags rörelse.²²⁸ Investerarna på den svenska obligationsmarknaden vill inte ha en agent som övervakar emittentens finansiella åtaganden. Gränsen går vid så kallades *compliance certificates*²²⁹ där emittenten garanterar att villkoren efterföljs, vilket sedan kontrolleras på ett övergripande plan av agenten. I övrigt förlitar investerarna sig på emittenten och att denne uppfyller sina informationsskyldigheter till kollektivet genom agenten enligt villkoren.²³⁰ Mikael Bellander menar vidare att SEB som arrangör av obligationslån vill hitta en bra balans mellan investerarnas rättigheter och agentens roll.

Som har nämnts ovan kan inte självregleringens fördelar, som att den skapar förtroende för marknaden, nyttjas fullt ut när det finns olika attityder bland marknadens aktörer. Olika synsätt och tolkningar av självregleringen kan riskera dess effektivitet. Att det finns fördelar med att istället för lagregler låta marknaden sköta regleringen har framgått ovan. Självreglering innebär en anpassningsbar reglering. Men för att självregleringen ska fungera krävs också att den faktiskt följs av aktörerna och fortsätter vara aktuell.

²²⁷ Intervju med Carl Brodén m.fl., CorpNordic.

²²⁸ Intervju med Mikael Bellander, SEB.

²²⁹ Se 11.1.3 i det svenska standardavtalet.

²³⁰ Telefonintervju med Mikael Bellander, SEB. Jfr not 62 i det svenska standardavtalet som stadgar att det är emittenten som har den primära informationsplikten.

5.4 En revision av standardavtalet?

Om standardavtalet inte blir föremål för revidering kan det ifrågasättas om det ens är lönt att ha ett standardavtal då det saknas en enhetlig syn på marknaden. Det kan i vart fall ta lång tid innan det ger uttryck för marknadspraxis och investerarna kan tappa förtroendet för marknaden.

Skulle standardavtalet revideras och få en utformning som ligger närmare det norska avtalet skulle den svenska marknaden också få förutsättningarna att bli mer effektiv enligt vad som redan har nämnts. Aktörerna som ingår i Kreditobligationsgruppen som utformar standardavtalet, skulle dock behöva förändra sin syn på agentfunktionen som mindre administrativ och mer skönsmässig. Den idag kluvna företagsobligationsmarknaden skulle då bli mer enhetlig och effektiv, och därför kunna utvecklas snabbare.

För att den svenska agentens roll och funktion ska bli mindre mekanisk och mer aktiv krävs en revidering av standardavtalets utformning så att agenten får ett diskretionärt utrymme i sin beslutsrätt. Detta skulle innebära att beslut kan tas fortare och att kostnaderna kring beslutsfattandet skulle minska, vilket också skulle göra marknaden mer effektiv. Villkoren behöver förändras men som har nämnts ovan är också inställningen hos aktörerna viktig. I samband med att nya villkor kommer ut på remiss kan emellertid diskussionen om en aktiv respektive passiv agent lyftas fram, vilket kan bidra till att aktörernas uppfattning förändras.

5.4.1 Ett exempel på en brist i standardavtalet

Det finns förutom en passiv agentfunktion även andra brister i standardavtalet. Anton Alsö på If anser att en revidering av standardavtalet kan bidra till att bland annat säkerhetsstrukturen klargörs. Detta regleras inte i det nuvarande standardavtalet eftersom det skulle bli fråga om kommersiella villkor. Det innebär också att parterna på marknaden istället kan fortsätta inspireras av äldre villkor och till exempel använda negative pledge-klausuler som inte omfattar alla lån. Att i standardavtalet lägga till en negative pledge-klausul som innefattar samtliga av emittentens lån skulle kunna innebära ett bättre skydd för investerarna samt att andra variationer av klausulen försvann från marknaden.²³¹ Investerarna inom high yield-segmentet skulle då inte längre ligga längst bak i säkerhetsstrukturen.

I Norge används väldigt sällan negative pledge-klausuler som inte omfattar alla lån. I högriskobligationer används det nästan aldrig.²³² Investerare i högriskobligationer vill

²³¹ Telefonintervju med Anton Alsö, If.

²³² Telefonintervju med Jo Forfang, Norsk Tillitsmann, 11/11 2013.

inte ha sådana typer av klausuler. Detta regleras inte i det norska standardavtalet. Det behöver inte heller regleras där då det redan finns en marknadspraxis som skyddar obligationsägarna lika mycket som andra långgivare. Det svenska standardavtalet skulle dock kunna användas i detta sammanhang för att förändra en marknadspraxis som inte är lämplig på en high yield-marknad.

5.5 Behovet av offentlig reglering

5.5.1 Reglering av agentens roll och funktion

Som redan har framgått utgör standardavtalet soft law och är inte bindande. Det kan av denna anledning ifrågasättas om inte agentfunktionen borde regleras i lag. Självregleringen på den svenska obligationsmarknaden är stark, men det kan ta långt tid för normerna att växa fram. Genom offentlig reglering kan lagstiftaren fortare bestämma hur agentfunktionen ska se ut. Men eftersom aktörerna inte är överens om agentens roll blir det svårt för lagstiftaren att reglera detta i lag. Dessutom kan lagregleringen inte anpassas lika fort till rådande förhållanden på marknaden.

En aktör på den svenska marknaden som har gett uttryck för behovet av reglering av agentens roll och funktion är som redan har nämnts Svenskt Näringsliv. I ett brev till Finansdepartementet skriver organisationen att det behövs lagstiftning både angående hur agenten etableras och agentens rätt att företräda obligationsägarkollektivet inför såväl domstol utan särskild rättegångsfullmakt som inför myndighet vid verkställighet av fastighetspant eller ansökan om konkurs. Dessutom vill Svenskt Näringsliv se en uttrycklig reglering av rollen som säkerhetsagent.²³³

Enligt Svenskt Näringsliv kan lagstiftningen lämpligast ske genom att lagen om kontoföring av finansiella instrument kompletteras. I stort sett alla obligationer är kontoförda, så på det sättet omfattas de flesta obligationslånen.²³⁴ Brevet från Svenskt Näringsliv till Finansdepartementet skickades emellertid sommaren 2012, alltså innan projektet med det svenska standardavtalet hade påbörjats. Hur agentens roll etableras framgår numera av klausulen 20.1.1 i standardavtalet, som ger agenten fullmakt genom att obligationsägarna tecknar rätten för obligationen och sedan bekräftar fullmakten genom förvärvet.

På andra områden än obligationsmarknaden har Svenska Fondhandlarföreningen genom självreglering kunnat etablera god sed. Mikael Bellander på SEB är helt övertygad om att

²³³ Svenskt Näringsliv, se not 189.

²³⁴ Enligt 5.1 i det svenska standardavtalet ska obligationerna kontoföras. I stort sett samtliga obligationer som CorpNordic och Swedish Trustee är agent för är kontoförda (Intervju med Carl Brodén m.fl., CorpNordic och mailkorrespondens med Maria Klaesson, Swedish Trustee, 12/11 2013).

aktörerna kan etablera god sed även på denna marknad. Han är dock kluven till om självregleringen är tillräcklig och han menar att en stökig situation kan undvikas om det lagstiftas om agentens rätt att företräda obligationsägarna.²³⁵

5.5.2 Reglering av den processrättsliga kompetensen

När det gäller agentens hantering av säkerheter i rollen som säkerhetsagent finns det ingen lagregel som uttryckligen hindrar att någon annan än panthavaren, till exempel agenten, realiserar säkerheten. Däremot är lagregleringen kring pantrealisation föråldrad varför en utförlig reglering i avtalet kan undvika att förfarandet stoppas upp av diskussioner om hur realisationen ska gå till.²³⁶

Av standardavtalet framgår att särskilda säkerhetsavtal reglerar hanteringen av säkerheterna i obligationslånet. Om parterna har avtalat om realisationen gäller avtalet framför den dispositiva och ålderdomliga regleringen av pantrealisationer i 10 kap 2 § HB.²³⁷ Någon lagförändring är således inte nödvändig även om det naturligtvis skulle klargöra rättsläget och minska risken för att brådskande realisationer hindras av diskussioner mellan parterna.

Lagstiftning kan emellertid anses motiverad i frågan om agentens rätt att företräda kollektivet i olika situationer. Detta då det dels finns osäkerheter kring no action-klausulers processuella verkan, och dels agentens rätt att företräda kollektivet i olika sammanhang utan särskild fullmakt från varje enskild obligationsägare. Eftersom obligationslånemodellen innebär ett stort antal investerare blir det svårt att i praktiken samla in nödvändiga rättegångsfullmakter. Det är därför önskvärt att agenten har talerätt samtidigt som no action-klausulen fick processuell verkan. I annat fall tappar agenten sin fördel som just kollektivets representant i förhållande till emittenten.

I Danmark finns det i dagsläget inga regler om agenter (danska *repræsentanter*) i obligationslån. Anledningen till att jag nu blickar mot den danska marknaden är det lagförslag som har getts ut med anledning av den osäkerhet som även har funnits på den danska obligationsmarknaden angående agentfunktionen.²³⁸ Om förslaget antas kommer den lagändringarna träda i kraft 1 januari 2014.

²³⁵ Intervju med Mikael Bellander, SEB.

²³⁶ Se Henriksson JT 2007-08 s. 337.

²³⁷ Se a.a., s. 329.

²³⁸ Se Forslag til lov om ændring af lov om finansiel virksomhed, lov om værdipapirhandel m.v., lov om realkreditlån og realkreditobligationer m.v., lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v. og forskellige andre love, 15/8 2013.

I förslaget jämförs den danska marknaden med den norska, som anges vara en mycket större och mer effektiv marknad för företagsobligationer. Den norska marknadens struktur anses underlätta processen vid emissioner av företagsobligationer och senare vid representationen av obligationsägarna. Författarna menar vidare att utvecklingen av den danska företagsobligationsmarknaden, tillsammans med de nya kapitaltäckningskraven i EU, kan innebära att flera danska företag kommer att dra nytta av företagsobligationer som en alternativ finansieringskälla.²³⁹

Förslaget går ut på att fastställa obligationsägarnas möjlighet att låta sig representeras av en agent utan att en särskild fullmakt ska behöva utges av varje enskild obligationsägare. Vid ansökan om konkurs eller företagsrekonstruktion innebär det att obligationsägarkollektivets gemensamma intressen kommer att hanteras på ett bättre sätt eftersom obligationsägarna på den danska marknaden, på grund av sin ägarspridning, i praktiken har fått överlåta sådana frågor till emittentens övriga borgenärer. Effekter liknande de vid en "mad bondholder" om ingen ändring sker, diskuteras också i förslaget.²⁴⁰

Förslaget ger obligationsägarna möjlighet att tilldela agenten behörighet att företräda samtliga innehavare av obligationer i en enskild fråga, till exempel vid förhandlingar om omstruktureringar eller ansökan om konkurs. Detta för att agenten ska kunna hantera sin behörighet, till exempel genom att väcka talan i domstol, utan att behöva få ett skriftligt medgivande från obligationsägarna. Utnämningen av agenten och de rättigheter som denne har anförtrots ska i samband med emissionen registreras hos Finanstilsynet, Danmarks motsvarighet till FI.²⁴¹ Anmäls ingen agent gäller obligationsvillkoren fortfarande kontraktuellt men inte processuellt.²⁴²

Ett alternativ till lagstiftning i Sverige vore ett förtydligande i rättspraxis. Det krävs dock att parterna själva tar frågan vidare till domstol. För att kunna klargöra osäkerheten räcker det inte att förlita sig på att detta sker. I Norge tog Høyesteretten ställning i frågorna så sent som 2010, det vill säga 17 år efter Norsk Tillitsmanns tillkomst. Domarna utgick då från att no action-klausulens innebar att obligationsägarna skulle vara fråntagna sina rättigheter att agera gentemot emittenten och således hade processuell verkan. Skulle agenten sakna rätt att företräda dem skulle de också ha behövt underkänna villkoren. Domslutet motiverades slutligen med att det var ett starkt praktiskt behov att agenten har talerätt för att kunna tillvarata obligationsägarnas intressen.

²³⁹ Se Forslag til lov om ændring af lov om finansiel virksomhed m.m., s. 44.

²⁴⁰ Se a.a., s. 45.

²⁴¹ Se a.a.

²⁴² Mailkorrespondens med Maria Klaesson, 20/11 2013.

Det praktiska behovet kom till uttryck i inlagor från Den norske Revisorforening, Norges Bank, Folketrygdfondet, Verdipapirsentralen (VPS) samt Finansnæringens Fellesorganisasjon i remissvaren till ett lagförslag från Finansdepartementet 2009 efter initiativ av Norsk Tillitsmann.²⁴³ Behovet handlar bland annat om att ge agenten talerätt för att små obligationsägare ska ha möjlighet att främja sina intressen till emittenterna samt att en trovärdig agent som kan tillvarata obligationsägarkollektivets intressen är en förutsättning för att marknaden ska fungera effektivt. Att oklarheter i agentfunktionen kan få stark påverkan på marknaden betonas till exempel av Norges Bank och VPS.

Det är förknippat med praktiska svårigheter att samla in rättegångsfullmakt från varje enskild obligationsägare och ju större obligationskollektiven blir desto svårare blir för-
farandet. Genom lagstiftning, men också rättspraxis, kan dock rättsläget om agentens processrättsliga kompetens fastställas vilket också bidrar till ett klargörande av agentfunktionen som sådan på den svenska företagsobligationsmarknaden. Det skulle också kunna bidra till en fortsatt utveckling av företagsobligationsmarknaden eftersom marknaden skulle bli mer tillförlitlig och på så sätt mer effektiv. Fördelen med lagstiftning är förutom att processen torde gå fortare att lagstiftaren kan se till att agentens talerätt i samtliga situationer regleras.

²⁴³ Se Høringsbrev – Forslag til regulering av søksmålskompetanse for tillitsmenn i obligasjonslån, 25/11 2009.

6. En undermålig agentfunktion

6.1 En passiv respektive aktiv agent

Den svenska obligationsmarknaden inom high yield-segmentet är ung och inte lika utvecklad som den norska marknaden. När agentfunktionen introducerades på den svenska marknaden i samband med de nya högavkastande obligationerna skedde det framförallt genom utländska aktörer och utan de svenska bankernas inblandning. Denna import har lett till en splittrad obligationsmarknad. Två olika synsätt kan skönjas, som båda utifrån sitt eget perspektiv är underbyggda och logiska, men avviker från varandra vad gäller uppfattningen om agentens funktion och förutsättningarna för en effektiv marknad.

Det förhållningssätt som speglas i det svenska standardavtalet innebär en passiv agent och aktiva investerare. I obligationsägarkollektivet finns bland annat svenska storbanker som är vana vid att ha stor kontroll över sina låntagare. Somliga av obligationsägarna är således inte beredda på att släppa på sina rättigheter som ägare till obligationerna. Dessutom anser de inte att det är agentens roll att bevaka att emittenten uppfyller sina åtaganden under villkoren, till exempel finansiella covenant. Standardavtalet innehåller därför nästan inget uttryckligt diskretionärt utrymme i agentens beslutsrätt och den restriktiva tolkningen innebär att den svenska agenten saknar möjlighet att ta beslut efter eget omdöme.

Att agentfunktionen mer ses som en brevlåda än som en aktiv part i obligationslånet blir problematiskt i större obligationsägarkollektiv där det kan ta lång tid och vara förenat med praktiska svårigheter att samla obligationsägarna. Motargumentet är att agenten hindras från att agera på kollektivets bekostnad utan att obligationsägarna får säga sitt. Devisen är att de som har investerat i obligationerna också är de som ska få ta besluten.

Synen på agenten som en brevlåda är inte förenlig med synen som investerarna på den norska marknaden har. Detta förhållningssätt innebär en aktiv agent och mer passiva investerare. Obligationsägarna är alltid inblandade i beslut som rör emittentens kassaflöde, men i övrigt kan besluten fattas av agenten självständigt. Det är framförallt fråga om temporära beslut där tids- och kostnadseffektiviteten av ett sådant beslut är tydligt. Anledningen till att investerarna låter agenten få detta utrymme är förtroendet för det institut som under de senaste 20 åren har vuxit fram på den norska marknaden. Resultatet har också blivit en effektiv marknad.

En motsvarande infrastruktur saknas på den svenska obligationsmarknaden då agentfunktionen endast har funnits ett par år i Sverige. Eftersom aktörer som har varit aktiva

på den norska marknaden nu även har sökt sig till den svenska marknaden har den norska synen introducerats på den svenska obligationsmarknaden. Även emittenter som tidigare hade vänt sig till den norska marknaden för finansiering har erfarenhet av Norsk Tillitsman som part i obligationslån. Förutsättningar att tillämpa den norska modellen saknas dock på den svenska marknaden. Konsekvensen av dessa två olika förhållningssätten till agentfunktionen innebär dessutom att standardavtalet inte uttrycker generella beteenden och normer. Det kan därför ta mycket lång tid innan det blir den referenspunkt som var syftet med standardiseringen.

Det svenska standardavtalet är ungt och har knappt hunnit börja tillämpas. Att redan nu kritisera den agentfunktion som standardavtalet ger uttryck för kan därför tyckas teoretiskt och kanske till och med obefogat då dess verkningar inte har kunnat visas ännu. Just det faktum att standardavtalet saknar diskretionärt utrymme i agentens beslutsrätt kan dock innebära att agenten känner sig *mer* begränsad än förut – i vart fall aktörer som Swedish Trustee, som har haft den norska synen på agentfunktionen. Att ersätta agenten med fordringshavarmöten är inte heller lämpligt för obligationslånemodellen, som på grund av det stora antal investerare bör låta agenten få en aktiv roll.

För mycket reglering leder i sig till mindre flexibilitet. Den närmsta tiden blir således en testperiod för om villkoren fungerar i praktiken eller om de är för detaljerade. Det finns från den norska marknaden under finanskrisen tydliga exempel på när den norska agenten kunde vara flexibel då emittenterna fick problem att återbetala sina obligationslån. Detaljreglering utan diskretionärt utrymme hindrar den svenska agenten till en liknande flexibilitet.

6.2 Problem med att implementera den norska agentrollen på den svenska marknaden

Först och främst saknar den svenska obligationsmarknaden en tydlig agentroll som Norsk Tillitsmann har på den norska marknaden. Agentrollen har framförallt varit en export från Norge och Danmark. Svenska banker och investerare har inte varit med och utformat agentrollen så som skedde på den norska marknaden vid Norsk Tillitsmanns tillkomst. Om bankerna hade ägt ett bolag som var verksamt som agent på den svenska marknaden hade kanske såväl de som investerarna känt sig tryggare med att delegera sin makt.

De bolag som är verksamma som agenter på den svenska marknaden kan mycket väl bidra till att agenten får en tydlig roll på marknaden. De andra aktörerna måste dock dela deras syn på sin roll för att det ska bli möjligt. CorpNordics syn är förenlig med

bankernas uppfattning, men bland de andra investerarna finns de som anser att Swedish Trustee har förutsättningar att bli en bättre agent. Eftersom det är på high yield-marknaden som agenterna har varit verksamma har bankerna som emissionsinstitut fortfarande en stor roll på den svenska obligationsmarknaden inom investment-segmentet. Detta skiljer sig från den norska marknaden där uppdelningen mellan agenten och emissionsinstitutens uppgifter istället är bestämt av tidpunkten i emissionen och det finns en agent även i investment grade-obligationslån. Den svenska agentfunktionen blir än mer otydlig då vissa av agentens uppgifter även i högavkastande obligationslån ligger på emissionsinstitutet.

Det finns dessutom ett stort hinder för en mer aktiv agent på den svenska marknaden. Det är i svensk rätt osäkert om agenten i eget namn kan företräda obligationsägarna i vissa situationer. Osäkerheten kring agentens processrättsliga kompetens är en orsak till att investerarna på den svenska marknaden är aktiva även i högavkastande obligationslån och att besluten tas på fordringshavarmöten. Trots att rättsläget tidigare var detsamma i Norge förlitade sig emellertid investerarna på att agenten hade processrättslig kompetens. Detta prövades inte förrän 2010 och på grund av den norska agentens aktiva roll på marknaden ansågs det nödvändigt att agenten hade en sådan kompetens. Eftersom det saknas en lika aktiv agent på den svenska obligationsmarknaden är det osäkert om de svenska domstolarna skulle finna behovet lika starkt och tolka in en sådan kompetens. Mikael Bellander på SEB tror just att anledningen till att den svenska agenten är mindre aktiv är en kulturfråga och att det i Sverige saknas ett mandat likt norsk rättspraxis att kunna vara mer aktiv.²⁴⁴

Om det svenska standardavtalet skulle tillåta en mer aktiv agent i väntan på en offentlig reglering skulle man likt de norska aktörerna kunna skapa ett behov som sedan kan användas i domstol för att motivera processrättsliga kompetenser. Till skillnad från i Norge saknas dock en lika väletablerad agentfunktion i Sverige som Norsk Tillitsmann innehade i på den norska obligationsmarknaden 2010. Det är därför inte säkert att den svenska rätten – eller lagstiftaren – skulle se samma behov på den svenska marknaden som uppmärksammades på den norska marknaden. Stöd för den uppfattningen finns dock både på den norska och danska obligationsmarknaden idag.

Slutligen skulle flera aktörer på den svenska marknaden behöva övertygas om att deras förhållningssätt till agenten och dess roll på företagsobligationsmarknaden behöver förändras. Det är de svenska bankerna som genom sitt medlemskap i fondhandlarföreningens Kreditobligationsgrupp utformar standardavtalet. De måste också vara

²⁴⁴ Intervju med Mikael Bellander, SEB.

övertygade om att en effektiv marknad behöver en mer aktiv agent. Ett alternativ är att låta en aktiv agent växa fram under en längre tid genom att bolagen som är verksamma som agenter ges mer diskretionärt utrymme allt eftersom de får mer erfarenhet. Detta innebär dock att det kan ta lång tid innan den svenska marknaden blir lika effektiv som den norska marknaden.

Eftersom standardavtalet utgör obligationsmarknadens självreglering skulle man genom en revidering dock kunna nyttja fördelarna med självregleringen samtidigt som agentfunktionen blir tillräckligt aktiv för en effektiv marknad. Genom att standardavtalet istället utgår från en aktiv agent skulle de parter som av olika skäl föredrar en brevlådefunktion få möjlighet att ändra på villkoren i det enskilda fallet.²⁴⁵ På så sätt kan ändå en marknadspraxis som utgår från en mer aktiv agent kunna etableras fortare och på sikt bidra till utvecklingen av den svenska marknadens infrastruktur och effektivitet.

²⁴⁵ Märk dock att agentens samtycke krävs för villkorsändringar beslutade i efterhand av *obligationsägarna*, om de påverkar agentens rättigheter eller skyldigheter, se 16.9 i det nuvarande svenska standardavtalet.

Källförteckning

Svenskt offentligt tryck

Motioner

Motion 2012/13:Fi201. *Finansiell reglering*

Statens offentliga utredningar

SOU 2013:65. *Förstärkta kapitaltäckningsregler*

Litteratur

Asgharian, Hossein och Nordén, Lars, *Räntebärande instrument – värdering och riskhantering*, Studentlitteratur, Lund 2007

Afrell, Lars och Jansson, Per-Ola, *Regelstrukturen på värdepappersmarknaden i Börsrätt*, 3 uppl., red: Sevenius, Robert och Örtengren, Torsten, Studentlitteratur, Lund 2012 [cit. Afrell och Jansson, 2012]

Beckman, Mats, Björkman, Magnus, Dahlström, Robert, Grundell, Ella, Holmstrand, Erik, Lundquist, Lennart, Rydin, Urban, Svensson, Alf-Peter och Wiberg, Jan, *Rådgivning på värdepappersmarknaden – Licensieringstest för rådgivare*, 1 uppl., Liber, Stockholm 2013 [cit. Beckman och Björkman m.fl., 2013]

Beckman, Mats, Grundell, Ella, Lundquist, Lennart, Svensson, Alf-Peter och Wiberg, Jan, *Handel med finansiella instrument – kunskap för finansiell rådgivning*, 4 uppl., Liber, Malmö 2007

Dalénus, Elin, Edlund, Sara, Björkman, Mikael, Svensson, Cornelia, Svensson, Alf-Peter och Sundqvist, Roland, *Kreditjuridik – en grundläggande lärobok*, 1 uppl., Liber, Malmö 2010

Dotevall, Rolf, *Fullmakt och immateriella tjänster*, Norstedts Juridik, Stockholm 2013 [cit. Dotevall, 2013]

Ekelöf, Per Olof och Boman, Robert, *Rättegång – andra häftet*, 8 uppl., Norstedts Juridik, Stockholm 2011 [cit. Ekelöf och Boman, 2011]

Goode, Roy, *Commercial Law*, 3 ed., Penguin Books, London 2004 [cit. Goode, 2004]

Grundell, Ella, Lycke, Johan, Svensson, Alf-Peter och Winroth, Gerhard, *Etik och regelverk på värdepappersmarknaden – Licensieringstest för värdepappersmarknaden. Delområde 4-5*, 1 uppl., Liber, Stockholm 2013 [cit. Grundell och Lycke, 2013]

Hudson, Alistair, *Understanding Equity & Trusts*, 4 ed., (e-bok) Taylor and Francis, Hoboken 2012, <http://GU.ebib.com/patron/FullRecord.aspx?p=1047105> hämtad 1/11 2013 [cit. Hudson, 2012]

Hessler, Henrik, *Om stiftelser – studier över stiftelseinstitutet i svensk rätt*, 1 uppl., Norstedts Juridik, Stockholm 1996 [cit. Hessler, 1996]

Heuman, Lars, *Specialprocess – Utsökning och konkurs*, 6 uppl., Norstedts Juridik, Stockholm 2011

Jansson, Per-Ola, *Svenska Fondhandlarföreningen – Etthundra år 1908-2008*, Svenska Fondhandlarföreningen, Stockholm 2008

Lindskog, Stefan, *Skiljeförfarande – En kommentar*, 2 uppl., Norstedts Juridik, Stockholm 2012

Lundquist, Lennart, Rydin, Urban, Svensson, Alf-Peter och Wiberg, Jan, *Administration av finansiella instrument – kunskap för finansiell rådgivning*, 4 uppl., Liber, Malmö 2007

Millqvist, Göran, *Sakrättens grunder – En lärobok i sakrättens grundläggande frågeställningar avseende lös egendom*, 6 uppl., Norstedts Juridik, Stockholm 2011

Richelson, Hildy och Richelson Stan, *Bonds – the unbeaten path to secure investment growth*, 2 ed., John Wiley & Sons, Hoboken 2011

Rodhe, Knut, *Obligationsrätt*, 1 uppl., Studentlitteratur, Lund 1994 [cit. Rodhe, 1994]

Tennekoon, Ravi C., *The law and regulation of international finance*, Butterworth & Co (Publishers), London 1991 [cit. Tennekoon, 1991]

Valguarnera, Filippo, *Den komparativa metoden i Juridisk metodlära*, red: Korling, Fredrik och Zamboni, Mauro, Studentlitteratur, Lund 2013

Wallin-Norman, Karin, *Finansiella Instrument*, 1 uppl., Jure Förlag, Stockholm 2011

Wallin-Norman, Karin, *Kontorätt - Rätt till kontoförda värdepapper*, Jure Förlag, Stockholm 2009 [cit. Wallin-Norman, 2009]

Wood, Philip R., *International Loans, Bonds, Guarantees, Legal Opinions*, 2 ed., (The Law and Practice of International Finance Series) (vol. 3), Sweet & Maxwell, London 2007 [cit. Wood, 2007]

Wood, Philip R., 2011, *Law and Practice of International Finance*, University Edition, Sweet & Maxwell, London [cit. Wood, 2011]

Artiklar i tidskrifter

Gunnarsdottir, Gudrun och Lindh, Sofia, *Marknader för svenska icke-finansiella företags lånebaserade finansiering*, Penning- och valutapolitik 2011:2 s. 27-48, se <http://www.riksbank.se/sv/Press-och-publicerat/Publicerat-fran-Riksbanken/Penning-och-valutapolitik/Artiklar-i-Penning--och-valutapolitik/2011/> hämtad 16/12 2013 [cit. Gunnarsdottir och Lindh, 2011]

Henriksson, Per, *Pantavtal och pantrealisation*, JT 2007-08 s. 329-342 [cit. Henriksson JT 2007-08]

Heuman, Lars, *Kan parter träffa avtal om hur civilrättsliga och processuella regler skall tillämpas*, JT 2011-12 s. 336-354 [cit. Heuman JT 2011-12]

Lindskog, Stefan, *Om efterställningsvillkor*, SvJT 1992 s. 609-645 [cit. Lindskog SvJT 1992]

Sandgren, Claes., *Om empiri och rättsvetenskap II*, JT 1995-96 s. 1035-1059 [cit. Sandgren JT 1995-96]

Wieslander, Magnus, *Om avtal om talerätt och taleförbud på företagsobligationsmarknaden i Sverige*, Juridisk Publikation 2012 s. 263-287 [cit. Wieslander Juridisk Publikation 2012]

Intervjuer

Bellander, Mikael, Skandinaviska Enskilda Banken AB, den 15 oktober 2013 [cit. Intervju med Mikael Bellander, SEB]

Brodén, Carl, Östrem, Jon och Fors, Fredrik, CorpNordic AB, den 15 oktober 2013, Stockholm [cit. Intervju med Carl Brodén m.fl., CorpNordic]

Forfang, Jo, Norsk Tillitsmann ASA, och Klaesson, Maria, Swedish Trustee AB, den 15 oktober 2013 [cit. Intervju med Jo Forfang, Norsk Tillitsmann, och Maria Klaesson, Swedish Trustee]

Unneland, Tarjei, Pareto Securities AB, den 15 oktober 2013

Telefonintervjuer

Alsö, Anton, If Skadeförsäkring AB, den 22 oktober 2013 [cit. Telefonintervju med Anton Alsö, If]

Bellander, Mikael, Skandinaviska Enskilda Banken AB, den 6 december 2013 [cit. Telefonintervju med Mikael Bellander, SEB]

Forfang, Jo, Norsk Tillitsmann ASA, den 25 september samt den 11 november 2013

Klaesson, Maria, Swedish Trustee AB, den 2 oktober 2013 [cit. Telefonintervju med Maria Klaesson, Swedish Trustee]

Lundberg, Fredrik, Norsk Tillitsmann ASA, den 7 oktober 2013

Sjöberg, Björn, DLA Nordic KB, den 4 november 2013 [cit. Telefonintervju med Björn Sjöberg, DLA Nordic]

Mailkorrespondens

Forfang, Jo, Norsk Tillitsmann ASA, den 7 november och den 11 december 2013

Klaesson, Maria, Swedish Trustee AB, den 12 och 20 november samt 11 december 2013

Rättsfall

Svenska rättsfall

NJA 1984 s. 215

NJA 1995 s. 367

NJA 1997 s. 382

NJA 2003 s. 128

Utländska rättsfall

Norge

HR-2010-00568-A (sak nr. 2009/1909)

http://www.trustee.no/uploads/filer/media/09_Supreme%20Court_Ruling_Eng.pdf
hämtad 15/12 2013

HR-2010-01489-U (sak nr. 2010/1376)

http://www.trustee.no/uploads/filer/media/04_HR_Decision_English.pdf hämtad
15/12 2013

Avtalsdokument

Terms and conditions (Harmoniserade villkor för vissa företagsobligationer) version 1.0
29 May 2013, Swedish Securities Dealers Association (Svenska Fondhandlarföreningen)

http://www.fondhandlarna.se/index.php/regler/cat_view/36-regler/212-obligationsvillkor hämtad 16/12 2013

Bond Agreement (lånemalen for Corporate Bonds), Norsk Tillitsmann ASA,
<http://www.trustee.no/obligasjoner/dokumenter/> hämtad 16/12 2013

Övrigt

Ackordscentralen Nyheter nr 1 2013, *Trustee – på investerarnas sida*,
<http://www.swedishtrustee.se/tema/trustee-p-investerarnas-side/> hämtad 8/11 2013

Basel Committee on Banking Supervision, *Basel 3: A global framework for more resilient banks and the banking system*, December 2010 and revised June 2011; Basel Committee on Banking Supervision, *Basel 3: International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring*, December 2010, se <http://www.bis.org/publ/bcbs189.htm> hämtad 16/12 2013

Barr, Daniel, *Den svenska företagsobligationsmarknaden – en förstudie*, Svenskt Näringslivs undersökning 29 september 2011, se
http://www.ackordscentralen.se/sites/default/files/forstudie_foretagsobl_20111102.pdf hämtad 16/12 2013

Fitger, Peter, Sörbom, Monika, Eriksson, Tobias, Hall, Per, Palmkvist, Ragnar och Renfors, Cecilia, *Rättegångsbalken* (oktober 2013, Zeteo) kommentaren till 13 kapitlet, under rubriken Talerätt

Forslag til lov om ændring af lov om finansiel virksomhed, lov om værdipapirhandel m.v., lov om realkreditlån og realkreditobligationer m.v., lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v. og forskellige andre love, 15/8 2013, se
<http://www.finanstilsynet.dk/da/Regler-og-praksis/Hoeringer/2013/LOV-FIL-vphl-realkreditlaan-realkreditobligationer-FAIF-mfl.aspx> hämtad 16/12 2013

Följebrevet till standardavtalet,
http://www.fondhandlarna.se/index.php/regler/cat_view/36-regler/212-obligationsvillkor hämtad 20/12 2013.

Høringsbrev – Forslag til regulering av søksmålskompetanse for tillitsmenn i obligasjonslån, 25/11 2009, se
<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/hoeringer/hoeringsdok/2009/horing---forslag-til-regulering-av-soksm/horingsbrev.html?id=587077> hämtad 18/12 2013

Kräver nya regler för obligationer, Dagens Industri 12/9 2012

Mellqvist, Mikael, Rättegångsbalken 2 kap 1 § 2 st, lagkommentar not 12, (juli 2013, Karnov)

Norsk Tillitsmann, *Tillitsmenn for obligasjonslån mv – ulike forhold knyttet til søkmålskompetense* (brev till Finansdepartementet 27/10 2009), se http://media.regjeringen.no/fin/docs/brev_%20norsk_tillitsmann_271009.pdf hämtad 16/12 2013

Obligationer – ett alternativ och komplement, Fastighetsvärlden nr 5-6 2012

Outinen, Isac och Forsberg, Joakim, *En trustee på den svenska finansmarknaden - problem och framtid*, Examensarbete i avtalsrätt 2012, Juridiska institutionen, Stockholms Universitet, se http://www.swedishtrustee.se/uploads/documents/Isac_Outinen_och_Joakim_Forsberg_1.pdf hämtad 24/9 2013

Pressmeddelanden från PA Resources (hämtade 6-7/11 2013):

- 2012-11-07: <http://www.paresources.se/Media/Pressmeddelanden/PA-Resources-forstarker-eget-kapital-med-cirka-17-miljarder-kronor/>
- 2012-11-15: <http://www.paresources.se/Media/Pressmeddelanden/PA-Resources-AB-erhaller-waiver/>
- 2012-11-30: <http://www.paresources.se/Media/Pressmeddelanden/PA-Resources-erhaller-waiver-for-SEK-obligation/>
- 2013-06-05: <http://www.paresources.se/Media/Pressmeddelanden/PA-Resources-offentliggor-en-fullt-garanterad-foretradesemission-om-891-MSEK-och-ataganden-avseende-en-obligationsrefinansiering-om-mer-an-500-MSEK/>
- 2013-07-01: <http://www.paresources.se/Media/Pressmeddelanden/PA-Resources-erhaller-waiver-och-villkorsandring-for-det-norska-obligationslanet/>
- 2013-07-05: <http://www.paresources.se/Media/Pressmeddelanden/PA-Resources-erhaller-waiver-for-det-svenska-obligationslanet/>

Riksbankschef Stefan Ingves anförande 13/6 2012, http://www.riksbank.se/Documents/Tal/Ingves/2012/tal_ingves_120613_sve.pdf hämtad 5/11 2013

Svenskt Näringsliv, *Begäran om förtydliganden i lagstiftningen rörande agentrollen vid emissioner av företagsobligationer m.m.* (brev till Finansdepartementet 9/8 2012)

Sveriges Riksbank, *Den svenska finansmarknaden*, augusti 2013, se <http://www.riksbank.se/sv/Press-och-publicerat/Publicerat-fran-Riksbanken/Finansiell-stabilitet1/Den-svenska-finansmarknaden/> hämtad 16/12 2013

Trustee or Fiscal Agent, Law Debenture <http://www.lawdeb.com/services/corporate-trust/debt-trustee> hämtad 21/10 2013

Övriga elektroniska källor

<http://www.fondhandlarna.se/index.php/om-foereningen/medlemmar> hämtad 7/11 2013

<http://www.konj.se/884.html> hämtad 11/11 2013

<http://news.cision.com/se/corpnordic/r/corpnordic-befaster-position-som-ledande-agent-pa-den-snabbt-vaxande-marknaden-for-foretagsobligatio,c9213404> hämtad 13/9 2013

http://www.swedishtrustee.se/uploads/documents/ST-present_28-08.pdf, hämtad 30/10 2013

<http://www.swedishtrustee.se/om-oss/fretagsinformation/> hämtad 13/9 2013

<http://www.swedishtrustee.se/produkter/trustee-foretagsobligationer/> hämtad 16/9 2013

http://www.trustee.no/en/tema/les/bond_trustees_in_norway/ hämtad 2/10 2013

http://www.trustee.no/om_oss/selskapsinformasjon/ hämtad 2/10 2013

Registrerad på kursen: Hötterminen 2013

Examinationstillfälle: januari 2014