GÖTEBORGS UNIVERSITET
HANDELSHÖGSKOLAN

Informationsgivning på företagsobligationsmarknaden – En analys av när förändrad kreditrisk utgör insiderinformation för den icke betygsatta emittenten med noterade företagsobligationer.

Oscar Kumblad

Juridiska institutionen, Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet

Juristprogrammet, HT 2024

Examensarbete, HRO 800, 30 HP

Handledare: Rolf Skog

Examinator: Jakob Heidbrink

Innehållsförteckning

SAMMANFATTNING: **3**

FÖRKORTNINGAR **4**

1. INLEDNING **5**

1.1 BAKGRUND 5
1.2 SYFTE OCH PROBLEMFORMULERING 6
1.3 METOD OCH MATERIAL 7
1.4 FORSKNINGSLÄGE 8
1.5 DISPOSITION 9
1.6 AVGRÄNSNING OCH NÅGRA FÖRTYDLIGANDEN: 10

2. FÖRETAGSOBLIGATIONSMARKNADEN **12**

2.1 VAD ÄR EN FÖRETAGSOBLIGATION? 12
2.2 MARKNADEN FÖR FÖRETAGSOBLIGATIONER 13
2.3 AKTÖRER 14
2.4 REGELVERK 15
2.5 NÄRMARE OM KREDITRISKPREMIEN 16
2.6 RISKPROFILER 17
2.7 KREDITBETYG 18
2.7.1 Vad leder fram till kreditbetyget? *19*
2.7.2 Investment Grade, Non-Investment Grade, Crossover eller High Yield? *20*
2.8 NÄRMARE OM FÖRÄNDRINGAR I KREDITRISK 21
2.9 SLUTSATSER UTIFRÅN FÖRETAGSOBLIGATIONSMARKNADENS FUNKTIONSSÄTT: 22

3. INFORMATIONSGIVNING PÅ FÖRETAGSOBLIGATIONSMARKNADEN **24**

3.1 EN EFFEKTIV VÄRDEPAPPERSMARKNAD 24
3.2 INVESTERARSKYDDET PÅ FÖRETAGSOBLIGATIONSMARKNADEN 24
3.3 INFORMATIONSGIVNING PÅ SEKUNDÄRMARKNADEN 25
3.3.1 Emittentreglerna *25*
3.3.2 Marknadsmissbruksförordningen *26*
3.3.3 Artikel 7 MAR *26*
3.3.4 Artikel 17 MAR *29*
3.4 ARTIKEL 7 OCH 17 MAR I RELATION TILL FÖRETAGSOBLIGATIONSMARKNADEN 31
3.5 DEN FÖRNUFTIGA INVESTERAREN OCH VÄSENTLIG PRISPÅVERKAN 32

4 NÄR BLIR FÖRÄNDRAD KREDITRISK INSIDERINFORMATION? **34**

4.1 FÖRKLARINGSMODELL A: DEN BETYGSATTA EMITTENTEN: 34
4.1.1 Mina tankar om förklaringsmodellen *35*
4.2 FÖRKLARINGSMODELL B: DEN ICKE BETYGSATTA EMITTENTEN 36
4.2.1 Alternativ 1: Ett uppskattat kreditbetyg *37*
4.2.2 Alternativ 2: Ett alternativt mått (kreditriskpremien) *38*
4.3 SAMMANFATTANDE REFLEKTIONER 45

5 AVSLUTNING **46**

KÄLLFÖRTECKNING: **47**

Sammanfattning:

En emittent med företagsobligationer noterade på en reglerad marknad eller MTF-plattform är ålagd att följa bland annat artikel 7 och 17 i Marknadsmissbruksförordningen. Emittenten ska därmed identifiera händelser eller omständigheter av specifik natur, som inte redan är offentliggjord som direkt rör emittenten och som sannolikt kommer få en väsentlig inverkan på priset på emittentens obligationer. När informationen har identifierats som insiderinformation ska emittenten så snart som möjligt offentliggöra insiderinformation till allmänheten. För en emittent med noterade företagsobligationer kan en *förändring i emittentens kreditrisk* utgöra insiderinformation. Om den ekonomiska situationen försämras, till den grad att emittenten inte kan återbetala obligationsinnehavarna, är den förhärskande uppfattningen att informationen alltid utgör insiderinformation.

Frågan som därmed har diskuterats i den rättsvetenskapliga litteraturen, är hur stor förändringen i kreditrisk måste vara, innan förändringen konstituerar insiderinformation. Det har laborerats med förklaringsmodeller, där emittentens kreditbetyg används som ett mått av emittentens kreditrisk. Med ett sådant mått kan det därmed fastställas hur stor förändringen i kreditrisk får vara, innan informationen hade orsakat en förändring av kreditbetyget. En förklaring till varför kreditbetyget används som mått för emittentens kreditrisk föreligger kortfattat av två skäl. Dels är kreditbetyget ett erkänt mått av emittentens risk för fallissemang, dels har en nedgradering av kreditbetyget bevisats ha en inverkan på priset på emittentens utestående obligationer. Emittenten med ett högt kreditbetyg presumeras ha en stabil ekonomisk situation och prognosen är därmed att förändringar i emittentens kreditrisk sker mer sällan. Därmed bedömer en sådan emittent sannolikt att information utgör insiderinformation mer sällan, i jämförelse med en emittent med ett lågt kreditbetyg. Frågan som kvarstår är hur emittenter utan kreditbetyg ska identifiera och offentliggöra insiderinformation. Situationen ställs på sin spets då den *icke betygsatta emittenten* utgörs av 46% av Sveriges totala antal emittenter av företagsobligationer.

En central utgångspunkt för analysen är därför att fastställa ett *alternativt mått* till kreditbetyget. Utifrån det alternativa måttet ska den icke betygsatta emittenten kunna bedöma när en förändring i kreditrisken är så pass stor, att det alternativa måttet inte längre speglar emittentens kreditrisk. Utifrån den informationen kan emittenten bedöma om informationen utgör sådan information som den förnuftige investeraren hade använt i sitt investeringsunderlag. Avgörande är därmed att den förändrade kreditrisken ska utgöra sådan information som sannolikt kommer att få en väsentlig inverkan på priset på emittentens obligationer. Det mått som ges betydelse i uppsatsen är obligationens kreditriskpremie. Det är den del över den riskfria räntan som emittenten kompenserar obligationsinnehavaren med för risken för fallissemang. Förändras kreditriskpremien i en tillräcklig mån, påvisar uppsatsen att, informationen utgör sådan information som den förnuftiga investeraren hade använt i sitt investeringsunderlag. Kreditriskpremiens storlek får därmed betydelse för vilken emittent som förväntas göra fler eller färre bedömningar av insiderinformation. Uppsatsen extrapolerar därmed förklaringsmodellen avseende hur en emittent ska värdera *när* förändrad kreditrisk konstituerar insiderinformation. Speciellt när emittenten inte har ett kreditbetyg att göra bedömningen mot.

Förkortningar

Betygsatt emittent	Emittent med officiellt kreditbetyg på *emittentens obligationer* eller *verksamhet i sin helhet*
Fallissemang	Default, obestånd, insolvens.
Fitch	Fitch Ratings Inc
HY- obligationer	High Yield obligationer
Icke betygsatt emittent	Emittent utan officiellt kreditbetyg på *emittentens obligationer* och/eller emittentens *verksamhet i sin helhet*
IG- obligationer	Investment Grade obligationer
Kreditrisk	Risken för emittentens fallissemang
MTN – program	Medium Term Note Program
Moodys	Moody´s Financial Services Inc
MAR	Marknadsmissbruksförordningen
NIG	Non-Investment Grade obligationer
OTC – Handel	Over The Counter handel
PIT	Point in Time
Retail	Investeringar från privatpersoner
Riskfri obligation	Statsobligation
Riskfri ränta	Styrräntan
Standard and Poor´s	Standard and Poor´s Financial Services LLC
SSMA- Villkoren	Standard Terms and Conditions for Bonds
STIBOR3M	Referensränta I finansiella kontrakt
Search for Yield	Jakten på avkastning
TTC	Trough The Cycle

1. Inledning

1.1 Bakgrund

Den svenska företagsobligationsmarknaden växer.[1] Under det senaste decenniet har antalet nya aktörer på företagsobligationsmarknaden ökat, till att idag omfatta såväl mindre som stora mer välkända företag. En fråga som inledningsvis bör ställas är varför det har ansetts vara intressant att ta in kapital genom en emission av obligationer. En förklaring är att kapitalkostnaden vid en emission av företagsobligationer, i många fall, är mindre än kapitalkostnaden för ett banklån. En annan förklaring är att företagsobligationsmarknaden har visat sig vara villig att ta mer risk i utbyte mot hög avkastning. Efter finanskrisen 2008 har bankerna fått utstå en mer omfattande reglering vilket medfört att bankernas aptit för risktagande generellt sett har minskat.[2]

Motsatsvis har företagsobligationsmarknaden under det senaste decenniet, accepterat att exponeras mot en högre kreditrisk i utbyte mot en högre avkastning.[3] Jakten på avkastning *(search for yield)* har resulterat i att emittenter som saknar ett officiellt kreditbetyg har möjliggjorts att finansiera sin verksamhet via företagsobligationsmarknaden.[4]

Att företaget saknar kreditbetyg är dock inte nödvändigtvis förenat med att företaget skulle ha en lägre kreditvärdighet.[5] Att emittenten saknar kreditbetyg medför dock att ett objektivt utställt mått av företagets kreditrisk är obefintligt, något som kan göra bedömningen av emittentens risk mer krävande.[6] Ett kreditbetyg från något av de officiella kreditbedömningsinstituten har i litteraturen ansetts utgöra ett objektivt uttryck av hur nära ett företag är fallissemang. Ändras företagets kreditrisk, kommer kreditbetyget i vissa fall att ändras därefter. En situation som indikerar att kreditbetyget *kommer att ändras* kan därmed tänkas vara information som man kan dra slutsatser ifrån avseende sin investering i obligationen.[7]

En emission av obligationer förenas normalt med att obligationerna noteras på en reglerad handelsplats eller MTF-plattform. I den noterade miljön behöver företaget följa handelsplatsernas regelverk vilket medför att företaget genom noteringen även ska efterleva Marknadsmissbruksförordningen.[8] Emittenten behöver därmed identifiera och offentliggöra insiderinformation enligt Artikel 7 och 17 Marknadsmissbruksförordningen (MAR).[9] Relationen till hur mycket emittentens kreditrisk får förändras blir härmed central. I litteraturen har det påvisats att sänkningar av emittentens kreditbetyg, vilket i

[1] Se OECD (2024), s. 19.
[2] Se Andrews (2022), s 238.
[3] Ibid.
[4] Johansson (2013), s. 1 ff.
[5] Se avsnitt 2.7.2 nedan.
[6] Se Verständig (2014), s. 31.
[7] Jfr Lidman (2024), s. 249–250.
[8] Punkt 3.1 Nasdaqs emittentregler och punkt 10.1.2 i NGM:s emittentregler (emittentreglerna).
[9] Jfr Borg (2024), s. 197 ff. och Lidman (2024), s. 221 ff.

princip är ett mått av emittentens kreditrisk, resulterat i att priset på emittentens obligationer påverkas.[10]

Med andra ord har litteraturen föreslagit, att emittenten kan använda sitt kreditbetyg för att avgöra hur stor förändringen i kreditrisk får bli, innan förändringen förväntas påverka priset på obligationerna och därmed ska utgöra insiderinformation.[11] Mitt intresse för ämnet fastnade på just betydelsen av *kreditbetyget* i det här sammanhanget. Vad händer exempelvis om emittenten saknar ett sådant mått av kreditrisk som kreditbetyget förväntas representera? Hur ska den *icke betygsatta emittenten* bedöma vad som är en tillräcklig förändring för att informationen ska förväntas ha en väsentlig inverkan på priset?

Min avsikt är därför att delta i diskussionen kring offentliggörandeskyldigheten på företagsobligationsmarknaden. Syftet är att skapa ytterligare tolkningsunderlag för bedömningen av Artikel 7 och 17 Marknadsmissbruksförordningen på företagsobligationsmarknaden, speciellt när emittenten saknar ett kreditbetyg.

1.2 Syfte och problemformulering

Mot den bakgrunden ska följande sägas om syftet med uppsatsen. Intentionen är att undersöka när information om förändrad kreditrisk ska utgöra insiderinformation för den icke betygsatta emittenten av obligationer. Det är osäkert hur avsaknaden av kreditbetyg påverkar emittentens bedömning av sin egen kreditrisk, vilket kan mana till mer subjektiva och möjligtvis inkorrekta bedömningar. Mot den bakgrunden syftar uppsatsen till att försöka förstå när information utgör insiderinformation i de situationer där kreditrisken förändras och där objektiva utgångspunkter för att bedöma förändringens påtaglighet, som utgångspunkt saknas. Sammantaget mynnar syftesbeskrivningen ut till följande frågeställning:

1. När ska en emittent med noterade obligationer (utan noterade aktier) utan kreditbetyg identifiera och offentliggöra information om förändrad kreditrisk?

Till den primära frågeställningen tillkommer tre delfrågeställningar som ryms inom den primära frågeställningen.

A. Vilken betydelse har kreditbetyget som objektivt mått för bedömningen av emittentens förändrade kreditrisk?
B. Finns det alternativa objektiva mått som emittenten kan använda sig av för bedömningen av emittentens förändrade kreditrisk?
C. Om ja på fråga B, hur ska måttet/måtten användas för att identifiera och offentliggöra insiderinformation enligt artikel 7 och 17 MAR?

[10] Lidman (2024), s. 253 ff. och nedan avsnitt 4.1.
[11] Ibid s. 250 ff.

Det är viktigt att även företagsobligationsmarknadens investerare möjliggörs adekvata bedömningsunderlag inför en investering.[12] Investerarna är därför beroende av emittentens insyn för få tillgång till kurspåverkande information, vilket exempelvis kan uppstå när kreditrisken förändras.[13] Att emittenten med noterade obligationer offentliggör insiderinformation är således en förutsättning för marknadseffektiviteten. Utan en sådan skyldighet riskerar investeraren att ta beslut på obsolet eller missvisande information. Ett förfarande som kan skada förtroendet för värdepappersmarknaden i allmänhet och företagsobligationsmarknaden i synnerhet.[14]

Det materiella som uppsatsen därmed ska avhandla är hur emittenter på den sekundära företagsobligationsmarknaden ska förstå rekvisitet ”väsentlig inverkan på priset på dessa finansiella instrument” i Artikel 7 Marknadsmissbruksförordningen. Speciellt om rekvisitet ska tillämpas olika beroende på vilken kreditrisk som kan härledas från emittentens ekonomiska situation. Särskilt när kreditrisken inte speglas av ett kreditbetyg.

1.3 Metod och Material

Uppsatsen är en rättsvetenskaplig studie som i huvudsak använder sig av traditionella rättsutredande metoder. Arbetet har som mål att förstå hur ett visst rekvisit ska tillämpas på en oklar situation. Utredningen kommer därför att i huvudsak grundas på lagtext, förarbeten, praxis och rättsvetenskaplig doktrin. Frågeställningen kräver dock att jag vänder mig till mer än strikt juridisk litteratur. Exempelvis grundas prisbildningen av företagsobligationer på företagsekonomiska antaganden. Det medför att jag kommer använda mig av stödvetenskap i form av företagsekonomisk litteratur för att besvara min frågeställning.[15]

En utgångspunkt för uppsatsen kan därmed sägas vara den *rättsekonomiska metoden* med en företagsekonomisk inriktning.[16] Den företagsekonomiska litteraturen är högst nödvändig för att analysera företagsobligationsmarknadens uppbyggnad och funktionssätt och den har därför ett tjänande syfte.[17] Främst syftar stödvetenskapen till att utröna vilka objektiva informationspunkter som är viktiga för bedömningen av emittentens ekonomiska situation. Sådana informationspunkter består främst av information om hur marknaden prissätter emittentens risk (kreditriskpremien) samt värderingen av emittentens tillgångar och förväntade kassaflöden. Förändras informationspunkterna kan den nya informationen, beroende av dess betydelse för emittentens betalningsförmåga, innebära att obligationen i värsta fall blir värdelös för obligationsinnehavaren. Det finns därmed en stark korrelation mellan å ena sidan företagsekonomiska värderingsprinciper av emittentens ekonomiska situation och å andra sidan den juridiska bedömningen. Det vill säga, att resultatet av emittentens bedömning medför att informationen utgör insiderinformation eller inte.

---

[12] Jfr Landeman & Nordlund (2024), s. 337 ff.
[13] Jfr Borg (2024), s. 198.
[14] Se Sjöman (2023), s. 767 ff.
[15] Eftersom tillvägagångsättet inte begränsar sig till strikt juridiskt material för att besvara frågeställningen, undviker jag att rubricera metoden som den ”Rättsdogmatiska metoden”, se Nääv & Zamboni (2018), s. 24 och 30.
[16] Se exempelvis Lidman (2024), s. 34.
[17] Stödvetenskaper i företagsekonomin: exempelvis modeller för hur prissättning av obligationer ska göras, se Landeman, Andrén, Hellesnes (2021), s. 55 ff.

Eftersom huvuddelen av uppsatsen syftar till att analysera en EU rättslig förordning, behöver jag även en metod för att utreda hur förordningen ska tillämpas på företagsobligationsmarknaden för att få mest användbar effekt *(effet utile)*.[18] Det krävs därav att ändamålen med förordningen utreds och beskrivs.[19] Inom den *EU rättsliga metoden* är ändamålstolkningen (teleologisk tolkning) det framstående tillvägagångsättet när artikelns lydelse eller *kontextuella sammanhang* ter sig oklart.[20] En ändamålstolkning av artikelns tilltänkta funktion passar därav uppsatsens metod väl då jag vill besvara hur emittenten ska identifiera och offentliggöra prispåverkande information. Det bidrar till att uppehålla förtroendet och effektiviteten på de europeiska kapitalmarknaderna.[21] I förevarande fall behöver förtroendet för företagsobligationsmarknaden upprätthållas genom att emittenter som är verksamma på marknaden får erforderlig vägledning för att kunna göra korrekta bedömningar av vad som är prispåverkande information. Det leder i sin tur till en effektivare informationsgivning vilket förhoppningsvis stärker förtroendet för den svenska företagsobligationsmarknaden.[22]

1.4 Forskningsläge

Marknadsmissbrukförordningen är en rättsakt som det skrivits mycket om.[23] Trots den mängd litteratur som existerar på området beskrivs tolkningen av rättsakten fortfarande som en av de svåraste tillämpningsområdena för praktiker.[24] Att tillägga är att majoriteten av den litteratur och avgöranden från EU Domstolen, där frågor utifrån Marknadsmissbruksförordningen bedömts, avser förordningens tillämpning på aktier eller aktierelaterade värdepapper.[25] Eftersom uppsatsen behandlar vissa delar av Marknadsmissbruksförordningens inverkan på företagsobligationer, blir resultatet att ett flertal av de riktlinjer i bedömningen, i form av rättsfall och vägledning, får behandlas med försiktighet.[26] En förutsättning för uppsatsens relevans och tillämplighet är det faktum att litteraturen avseende Marknadsmissbruksförordningens inverkan på företagsobligationsmarknaden, i jämförelse med aktiemarknaden, är mer begränsad.[27]

I boken Företagsobligationsmarknadsrätt lyfter Erik Lidman frågan om hur insiderinformation ska bedömas i relation till emittentens förändrade kreditrisk. Förslaget

---

[18] Bergström & Hettne (2014), s. 393.
[19] Se Peczenik (1995), s. 363.
[20] Se Bergström & Hettne, (2014), s. 393.
[21] Jfr Bergström & Hettne, (2014), s. 389, Nääv & Zamboni, s. 109 ff.
[22] Bergström & Hettne, (2014), s. 394; Artikel 7 och 17 MAR jämte skäl 2 och 55 till MAR.
[23] Se urval; Ventoruzzo, M& Mock, S. (2021). *Market abuse regulation: commentary and annotated guide* (Second edition.). Oxford University Press, Schmauch, M. (2018). *EU:s marknadsmissbruksförordning m.m : en kommentar* (Upplaga 1). Norstedts Juridik, Broneus, S., & Stattin, D. (2022). *Marknadsinformation och marknadsmissbruk*. Norstedts juridik., Kalss, S., Oppitz, M., & Torggler, U. (2021). *EU Market Abuse Regulation: A Commentary on Regulation (EU) No 596/2014* (1st ed.). Edward Elgar Publishing Limited, Hansen, J. L. (2017). *Issuers' duty to disclose inside information. ERA-Forum, 18(1),* 21–39.
[24] Jfr Borg (2024) s. 198, Lidman (2024), s. 221.
[25] Se Lidman (2024), s. 221.
[26] Se Borg (2024), s. 199–200.
[27] I min mening redogör litteraturen inte fullt ut vad som gäller för *icke betygsatta emittenter*. Jag är därför av uppfattningen att forskningsläget gynnas av ytterligare extrapolering för att komplettera redan etablerad rättsvetenskaplig doktrin.

till hur en bedömning kan genomföras tar stöd i att empiriska undersökningar som talar för att en förändring av kreditbetyg, i vissa fall, signifikant påverkar priset på obligationerna. Förändringar i kreditbetyget beror sannolikt på förändringar i emittentens ekonomiska situation. Det kan därför förväntas att information som senare kommer leda till en förändring av kreditbetyget, redan vid dess uppkomst, är påtaglig nog att utgöra insiderinformation.[28] För att utveckla forskningsläget är uppsatsens ambition att extrapolera den förklaringsmodell som presenterats i litteraturen. Syftet med en sådan extrapolering är att skapa ytterligare vägledning för den icke betygsatta emittenten. Lidman har därtill sammanställt en redigerad volym med regelfrågor på företagsobligationsmarknaden. I antologin belyser ett flertal praktiker relevanta frågor om den svenska företagsobligationsmarknaden utifrån nuvarande lagstiftning. Här belyser Mikael Borg ett flertal frågor avseende informationsgivning på den svenska företagsobligationsmarknaden, bland annat förändringar i emittentens kreditrisk.[29] Den litteratur som härmed nämnts blir därmed ledande i den analys jag kommer att göra av min frågeställning.

Någon ytterligare publicerad litteratur som behandlar Marknadsmissbruksförordningens inverkan på den svenska företagsobligationsmarknaden, finns mig veterligen inte. Inte heller har diskuterats hur den ”icke betygsatta emittenten” ska förhålla sig till offentliggörandeskyldigheten enligt Artikel 7 och 17 MAR. I takt med att den svenska företagsobligationsmarknaden förväntas fortsätta att utvecklas, kan det förutspås en ökad efterfrågan avseende riktlinjer i litteraturen.[30] Förhoppningen är därmed att uppsatsen medverkar till ett ökat intresse för området, något som kan resultera i att ytterligare frågeställningar underkastas prövning vilket bidrar till en effektivare kapitalmarknad.

1.5 Disposition

För att gå till väga med framställningen kommer uppsatsens del **ii).** att beskriva företagsobligationsmarknadens egenheter och skillnader från marknaden för aktier och aktierelaterade instrument. Det skapar en tydlighet till varför vägledningen avseende MAR inte kan ”direktöversättas” i sin tillämpning på företagsobligationsmarknaden. Här introduceras även vilka möjliga alternativa informationspunkter som den icke betygsatta emittenten kan bedöma sin kreditrisk mot.

Del **iii).** syftar till att ge läsaren den bakgrundsinformation som är nödvändig för att förstå grundprinciperna för Artikel 7 och 17 i MAR, med utgångspunkt i den teleologiska/EU - rättsliga metoden.

Del **iv)**. presenterar en redogörelse av faktorer som påverkar bedömningen av vad som utgör insiderinformation för icke betygsatta emittenter som endast har sina obligationer noterade. Den *rättsekonomiska metoden* blir i det här skedet användbar då företagsekonomiska teorier om prisbildande faktorer kommer presenteras för att skapa förståelse för vad som kan ha en inverkan på priset på obligationerna. Här avhandlas hur

[28] Se Lidman (2024), s 249 ff. och nedan avsnitt 4.
[29] Mikael Borg är delägare på Gernandt och Danielsson Advokatbyrå. Byrån har besitter betydande erfarenhet av att ge råd till emittenter av företagsobligationer. Se *Debt Capital Markets*. (2024, November 21). gda.se
[30] Lidman (2023), s. 60 och Borg, s. 169.

emittenten ska uppskatta sin egen kreditrisk utan att förlita sig på ett kreditbetyg som riktmärke, samt hur emittenten ska förstå vilka händelser kopplat till kreditrisken som kan få en väsentlig inverkan på priset på obligationerna.[31] Här diskuteras även hur emittenten kan tänka för att upprätthålla investerarskyddet och säkerställa att ändamålet med Marknadsmissbruksförordningen tillgodoses även i svårtillämpade situationer. Den avslutande del **v).** sammanfattar uppsatsens slutsatser.

1.6 Avgränsning och några förtydliganden:

Obligationsmarknaden är en marknad för räntebärande instrument. Därmed finns det ett stort antal varianter av det som kan kallas för obligation. Exempelvis existerar förutom företagsobligationen; statsobligationer, bostadsobligationer, säkerställda obligationer, gröna obligationer, sociala obligationer och real obligationer.[32] I den här uppsatsen avgränsar jag mig till att endast behandla företagsobligationer.

Därtill är det emittenter som endast har sin obligationer noterade som avhandlas i den här uppsatsen. Anledningen är att en emittent med noterade aktier kommer att göra fler bedömningar avseende information som kan inverka på priset på emittentens aktier. Eftersom fler situationer påverkar priset på emittentens aktier, kommer de situationer som påverkar priset på obligationerna att inkluderas i en sådan emittents bedömning. [33]

En avgränsning ska även göras avseende marknadens likviditet. Med marknadens likviditet avses i princip vilken efterfrågan den sekundära marknaden visar för de obligationer som finns tillgängliga. Om priset på obligationen är stabil reflekterar det en stor och heterogen investerarbas som är villig att investera i värdepappret när det åter blir till salu på marknaden. Med andra ord går det på en sådan marknad relativt smärtfritt att sälja av värdepappret under marknadens öppettider vilket minimerar transaktionskostnader.[34] Existerar ingen sådan marknad behöver säljaren av obligationen matcha marknadens efterfrågan vilket kan resultera i att säljaren tvingas acceptera ett lägre pris.[35] Det jag fokuserar på att utreda är den *principiella frågan*, hur priset förväntas att påverkas av förändringar i emittentens kreditrisk, oavsett hur likvid marknaden kan anses vara. Frågeställningen blir därmed mer teoretiskt lagd i relation till hur marknaden ser ut i dagsläget.

Med en förändring i kreditrisk avses följaktligen inte att några *ändringar i obligationsvillkoren* har företagits. Inte heller avses en situation där emittenten vill sätta i gång ett förtida inlösen av obligationerna. De situationerna är att betrakta som insiderinformation, men på sina egna grunder. Exempelvis kan ändringar i obligationsvillkoren resultera i att investerarens rättigheter åsidosätts eller värdet på det

---

[31] Jfr Lidman (2024). s. 249–250.
[32] Jfr Stabilitetsrådet (2013), s. 15 ff.
[33] Se Lidman (2024), s. 47 och Borg, s. 198 samt avsnitt 5. nedan.
[34] Ibid s. 341.
[35] Ibid s. 341; Exempelvis kan aktörer som köper obligationer i syfte att behålla investeringen tills slutet av löptiden ”konsumera” likviditeten på marknaden. Se även Landeman (red.) s. 52 som anför att en faktor som kan påverka likviditeten, är hur ofta emittenten emitterar obligationer samt hur stora emissionsrundor som sedermera noteras.

nominella beloppet sätts ned. En sådan händelse eller sådana omständigheter kommer sannolikt ha en väsentlig inverkan på priset på emittentens obligationer och får därmed som utgångspunkt anses utgöra insiderinformation.[36]

Uppsatsen behandlar heller inte risker som inte är kopplade till emittentens verksamhet. En sådan marknadsspecifik risk är den så kallade *ränterisken*. Risker som är kopplade till Riksbankens höjning eller sänkning av styrräntan kan ha en urholkande funktion. I den situationen obligationen har en rörlig ränta kan en sådan ändring av räntan påverka beloppet på den kupongränta som betalas ut.[37] Stiger räntan minskar även avkastningens värde vilket brukar resultera i att investerare säljer företagsobligationen för att i stället investera i ett mer riskfritt instrument.[38] En sådan risk har därmed potentialen att ändra priset på obligationen men som inte har en direkt koppling till emittentens förändrade kreditrisk.

Slutligen ska något även sägas om primärmarknaden för företagsobligationer. Eftersom kreditriskpremien, vilket är en del av obligationen som kommer att behandlas utförligt i uppsatsen, bestäms på primärmarknaden, kommer jag att illustrera processen som leder fram till premiens fastställande. Jag gör inget anspråk på att redogöra för någon ytterligare fråga om eventuella problem med primärmarknadens funktionssätt.[39]

Utifrån de avgränsningar som nu företagits kommer nästa del enligt dispositionen att redogöra för de relevanta aspekter som läsaren behöver från företagsobligationsmarknadens funktionssätt.

---

[36] Lidman (2024), s. 250 ff.
[37] Jfr Landeman, Andrén, Hellesnes (2021), s. 58 och FRN (Floating Rate Notes) som beskriver rörlig ränta.
[38] Vilket brukar benämnas som ”flight to quality”. Se exempelvis *Flight to quality Definition*. (n.d.). Nasdaq. http://nasdaq.com/Flighttoquality
[39] För en sådan redogörelse se; Häger, Eriksson, Eriksson (2024), s. 297 ff. och Nostell (2024), s. 403 ff.

2. Företagsobligationsmarknaden

2.1 Vad är en företagsobligation?

Företagsobligation som rättslig term definieras inte i svensk lagstiftning. Inte heller definieras termen obligation. I stället förekommer det i såväl lagstiftning som i litteraturen olika definitioner och uttryck.[40] Till sin sammansättning skiljer sig dock inte företagsobligationen från andra obligationsformer. Företagsobligationens inneboende struktur kan därför kännas igen utifrån att kapitalbelopp, lånefrist samt avkastning definierats på förhand.[41] Avkastningen i form av ränta är ofta fast och utgår från en räntebas med tillägg. Med företagsobligation avses här en obligation som ska fungera som ett finansiellt instrument och som förväntas att noteras på en reglerad marknad eller MTF-plattform.[42] Till skillnad från exempelvis aktier och aktierelaterade finansiella instrument bestäms inte obligationens avkastning utifrån värdeutväxlingen på emittentens aktiekurs. I stället bestäms avkastningen på förutsebarhet vid investeringen. Med andra ord vet obligationsinnehavaren att räntan erläggs kontinuerligt och att lånet återbetalas så länge emittentens ekonomiska förhållanden möjliggör full återbetalning.[43]

Obligationen är uppbyggd med ett större belopp (det nominella beloppet) samt ett mindre belopp (räntan) som portioneras ut under obligationens löptid, alternativt tillsammans med det nominella beloppet på återbetalningsdagen.[44] En obligation kan därmed se ut så här:

(Nominellt belopp) + (Ränta) = pris[45]

Vanligtvis, delas även räntan in i en riskfri ränta och en kredirisk premie. Den riskfria räntan utgår från räntan för statsobligationer eller räntebasen STIBOR 3 månader.[46] På den ”riskfria räntan” bestäms en kreditriskpremie vilket som utgångspunkt återspeglar kreditrisken som investerarna tar med sin investering.[47] Kreditriskpremien uttrycks i baspunkter där exempelvis den riskfria räntan bestäms till 2,7 % + en marginal på 200 baspunkter.[48] En mer nyanserad bild av en obligation ser därmed ut så här:

---

[40] Andrews (2022), s. 274–293: ” Obligationen kan dock förstås som en *”skuldförbindelse som (i). är att anse som ett löpande skuldebrev, (ii) är uppenbart avsedd för den allmänna rörelsen, (iii) standardiserad och (iv) utgör en del av och hör samman med en större globalskuld”*.

[41] Jfr Landeman, Andrén, Hellesnes (2021), s. 58–59.

[42] Se Lidman (2024) s. 58: som preciserat definitionen av just noterade obligationer vilket får tjäna som ledning när begreppet företagsobligation används hädanefter i uppsatsen. Enligt Lidman är således en noterad obligation ”*Ett löpande skuldebrev noterat eller avsett för notering på en svensk handelsplats (utfärdat av ett svenskt icke finansiellt företag) med ett nominellt belopp som förfaller till betalning vid en viss tidpunkt där avkastningen består i en i obligationsvillkoren bestämd ränta som antingen är fast eller kopplad till en referensränta, och där lånet inte kan konverteras till aktier.”*.

[43] Se Landeman, Andrén, Hellesnes (2021), s. 58–59.

[44] Ibid, s. 59-60.

[45] Ibid, s. 59-60.

[46] Ibid, s. 61.

[47] Ibid, s. 60. Som vi ska se nedan vid 2.5 och 4.2.2 ff. kan kreditriskpremien som marknadens aggregerade bedömning av emittentens kreditrisk problematiseras.

[48] Landeman, Andrén, Hellesnes (2021), s. 61; Riksbanken (2024).

(Nominellt belopp) + (riskfri ränta (STIBOR 3M)) + (Kreditriskpremie)[49]

Som i ett konventionellt lån har låntagaren inträtt sig skyldigheten att återbetala det utlånade kapitalet vid slutet av obligationens löptid. Emittenten ska därtill, kontinuerligt betala avtalad ränta och eventuell kreditriskpremie. Den obligation som nu beskrivits avser en så kallad kupongobligation. Alternativet till en kupongobligation är en nollkupongobligation där obligationen tecknas till underkurs vilket medför att avkastningen är skillnaden mellan teckningskursen och det nominella beloppet.[50]

En ytterligare omständighet som särpräglar företagsobligationen som finansiellt instrument är att alla obligationsinnehavare i samma emissionsrunda investerar i obligationen utifrån gemensamma obligationsvillkor.[51] Obligationsinnehavarna i samma obligationslån ska därmed som utgångspunkt få en lika behandling av emittenten.[52] Någon sådan skyldighet för emittenten att behandla obligationsinnehavare i två olika obligationslån lika, finns dock inte.[53] Obligationsinnehavarna i emissionsrunda 1 omfattas därmed av en uppsättning villkor medan obligationsinnehavarna i emissionsrunda 2 omfattas av en annan uppsättning villkor. Att emittenten därmed ändrar villkoren i emissionsrunda 2 till nackdel för obligationsinnehavarna i emissionsrunda 1 orsakar därmed ingen likabehandlingsproblematik. Det strider därmed inte mot obligationsvillkoren att erbjuda olika kommersiella villkor mellan olika emissionsrundor. Oaktat likabehandlingsfrågorna kan en sådan emissionstrageti möjligtvis få en effekt på hur emittentens obligationer handlas på den sekundära marknaden.[54]

Obligationsvillkoren är därmed ett kollektivt avtal som stadgar obligationens löptid, vad som utgör det investerade värdet (nominellt värde) samt eventuell kupongränta.[55] På den svenska marknaden används normalt Svensk Värdepappersmarknads *Standard Terms and Conditions for Bonds* (SSMA- Villkoren) för att reglera de *icke kommersiella villkoren*. De kommersiella villkoren bestäms dock inför den enskilda emissionen och varierar därför oftast i en mer betydande mån.[56]

2.2 Marknaden för företagsobligationer

Det primära köpet av en obligation sker genom en investering till obligationsemittenten. Som motprestation emitteras obligationen till investeraren som blir obligationsinnehavare. Eftersom emittenten därmed har en skyldighet att återbetala det lånade beloppet jämte den avtalade räntan, är emittenten närmast att betrakta som en låntagare. Den som har lånat ut beloppet ses därför som en av låntagarens borgenärer.[57] I praktiken aktualiseras emissionsförfarandet genom att en, eller ett flertal, intermediära banker, arbetar med emittenten för att förmedla obligationer till allmänheten. Emittenten

[49] Landeman, Andrén, Hellesnes (2021), s. 59–60.
[50] Se Lidman (2024), s. 57 fotnot 107.
[51] Varje obligationslån särskiljs med ett ISIN nummer (International Securities Identification Number), se Euroclears hemsida, https://www.euroclear.com/sweden/en/tilldelning-av-isin.html.
[52] Se 18 kapitlet 3§ Värdepappersmarknadslagen.
[53] Se Wigfors och Montin (2024), s. 466.
[54] Se nedan 4.2.2.1.
[55] Se Andrews (2022), s. 295.
[56] Se Landeman, Andrén, Hellesnes (2021), s. 136.
[57] Se Andrews (2022), s. 231.

har där möjligheten att emittera obligationer som en engångshändelse eller upprätta ett mer strategiskt och långsiktigt MTN program. MTN, som står för Medium Term Note, upprättas normalt som en mer långsiktig satsning. Vid upprepade emissioner kan ett MTN program vara förmånligt eftersom *flera emissioner* kan utföras inom ramarna för en förberedande av emissionsprocess.[58] Handläggningstiden blir därför kortare vilket bidrar till en effektiv kapitalanskaffning. Som lyftes inledningsvis är det normala förhållandet att obligationen noteras efter en viss tid. Enligt SSMA- villkoren ska de emitterade obligationerna noteras senast 60 dagar från emissionen.[59] En förklaring till att notering vanligtvis sker är att en notering krävs för att obligationerna ska möjliggöras att placeras på ett ISK- konto.[60]

När obligationerna har emitterats och sedermera noterats på en reglerad marknad eller MTF-plattform, befinner sig obligationerna i en noterad miljö. Sekundärmarknaden för obligationer skiljer sig dock från exempelvis den för aktier och aktierelaterade instrument. Det finns ingen börshandel för obligationer utan handeln sker till stor del över disk genom så kallad OTC-handel.[61] Eftersom säljorderna läggs manuellt, exempelvis genom en Blomberg terminal, medför det att handeln inte rör sig lika snabbt som på aktiemarknaden. En aspekt som därav skiljer marknaden från den med aktier, vilket påpekats i avgränsningen, är avseende dess likviditet. Marknaden för obligationer har en lägre likviditet vilket medför att en investerare kan stöta på problem i sökandet efter en köpare på andrahandsmarknaden. Utifrån vad som sagts i avgränsningen, kommer uppsatsen inte att beakta den låga likviditeten som en faktor som påverkar prisbildningen på den sekundära marknaden.[62] I stället riktas följaktligen fokus mot företagspecifika faktorer som kan ändra kreditrisken och den prispåverkan en sådan förändring kan ge som utfall.

2.3 Aktörer

Obligationsmarknaden är som Andrews beskriver ”inte var mans marknad”.[63] De aktörer som emitterar företagsobligationer befinner sig vanligtvis inom kapitalintensiva branscher och de som investerar förväntas ha den kapacitet som krävs för att göra entré på räntemarknaden. En obligation denominerad i SEK som emitteras på den svenska företagsobligationsmarknaden brukar kräva att långivaren investerar minst 1 000 000 kr.[64] Det kan därmed sägas att företagsobligationsmarknaden har starka aktörer på båda sidor av spelplanen.

Enligt Riksbankens studie *”Vägen till en bättre fungerande företagsobligationsmarknad”* publicerad 2021 hade omkring 300 svenska företag företagsobligationer denominerade i SEK. Den bransch som representeras mest är Fastighetsbranschen som står för 47% av alla emitterade obligationer. Näst störst är tjänstesektorn med 25% följt av industrisektorn på 20% av utställda företagsobligationer.[65] Det kan anmärkas att de olika aktörernas

[58] Se Landeman, Andrén, Hellesnes (2021), s. 47.
[59] Se 14.15 SSMA – Villkoren.
[60] Se 6§, 14§ 1p. samt 18§ Lag (2011:1269) om investeringssparkonto & Nostell (2024), s. 422.
[61] Se Landeman, Andrén, Hellesnes (2021), s. 50.
[62] För en utförligare beskrivning av likviditetsrisken, se Lidman (2024), s 340 ff.
[63] Se Andrews (2022), s. 238.
[64] Se Artikel 1.4 (c). Prospektförordningen.
[65] Se Sandstedt (2021), s 7–8.

bransch får betydelse för emittentens kreditrisk, oavsett om aktören emitterar med eller utan kreditbetyg. Exempelvis har fastighetsbolag ofta parallell upplåning från banker som därmed har säkerhet i bolagets tillgångar.[66] Ett tjänsteföretag saknar ofta säkerheter vilket medför att marknadslån är en mer tillgänglig finansieringsform än banklån som oftast kräver en säkerhet.[67] Vad som kan åskådliggöras här är att såväl fastighetsbolaget som tjänsteföretaget naturligtvis kan vara känsliga för förändringar av kreditrisk, men fastighetsbolaget kan sannolikt använda sina tillgångar för att öka kassaflödet i riskartade situationer. Tjänsteföretaget saknar i regel sådana likviderbara tillgångar. För den icke betygsatta emittenten kan därmed förutsättningarna för att emittenten hamnar i en riskfylld position utrönas genom att studera emittentens kapitalstruktur.[68]

En annan aktör på marknaden är arrangören. Vid emissionen använder sig emittenten oftast av en bank som arrangerar försäljningen av obligationerna på primärmarknaden. Arrangören hjälper till att förmedla obligationerna till aktörer som är villiga att investera i obligationen. Att anlita en bank som kan mäkla emissionen har betydande fördelar då emittenten kan sakna den investerabas som krävs för att stänga en emission snabbt. Arrangören har därmed möjligheter att förmedla marknadens syn på emittentens kreditrisk genom den ränta över den riskfria räntan (kreditriskpremien) som fastställs i och med emissionen.[69] Emittenten får därmed kännedom om emissionens kapitalkostnad.[70] De risker som kan tänkas finnas i emittentens kapitalstruktur kan genom bankens objektivitet och lyhördhet för marknadens synpunkter aggregeras i den kreditriskpremie som eventuellt har adderats på den riskfria räntan.[71]

2.4 Regelverk

Företagsobligationsmarknadsrätten som samlat rättsområde aktualiserar även en hel del lagstiftning. En stor del av lagstiftningen på företagsobligationsmarknaden härstammar från eller utgörs av EU rätt. Därtill präglas den noterade obligationsmarknaden av självreglering. Eftersom frågeställningen syftar till att bedöma Marknadsmissbruksförordningens inverkan på företagsobligationsmarknaden, ska den resterande lagstiftningen på området endast redogöras för med en överblick. När obligationerna emitteras behöver emittenten följa regler i prospektförordningen.[72] När obligationerna sedan noteras ska såväl prospektförordningen som handelsplatsens regelverk efterföljas.[73] I och med att obligationerna noteras på en reglerad marknad eller MTF-plattform ska därmed efterleva Marknadsmissbruksförordningens krav på löpande informationsgivning.[74] Den emittent som har obligationer noterade på en reglerad marknad ska även följa värdepappersmarknadslagens föreskrifter om löpande och periodisk informationsgivning till marknaden.[75] Därtill ska emittenten se till att informera

---

[66] Se Sandstedt (2021), s 8 not 20 samt s. 9–10; Landeman & Nordlund (2024), s. 343.
[67] Sandstedt (2021), s 8 not 20.
[68] Se vidare nedan 4.2.1.
[69] Jämför 2.1 och 2.5.
[70] Se Andrews (2022), s. 240–242.
[71] Jfr Partnoy (1999), s. 681 ff.
[72] Se Artikel 6.1 Prospektförordningen.
[73] Punkt 3.1 Nasdaqs emittentregler och punkt 10.1.2 i NGM:s emittentregler (emittentreglerna).
[74] Se Artikel 7 och 17 Marknadsmissbruksförordningen.
[75] Se 15 kapitlet 8§ Värdepappersmarknadslagen som implementerar Artikel 16.2 Öppenhetsdirektivet. Se även 15 kapitlet 6§ Värdepappersmarknadslagen.

marknadsplatsen de upplysningar som krävs för att kunna fullgöra övervakningen av emittenten. Ytterligare behöver emittenten säkerställa en godtagbar nivå av pristransperens för att garantera en effektiv prisbildning på marknaden. Idag regleras frågorna om pristransparensen i MIFID II och Mifir. Syftet med att reglera frågan på en EU rättslig nivå är att skapa en bättre transparens avseende de transaktioner som genomförs med finansiella instrument på den europeiska kapitalmarknaden. Speciellt då marknaden för företagsobligationer, som påpekats ovan, präglas av OTC- handel vilket har ansetts försvåra transparensen.[76] I den svenska kontexten har Svensk Värdepappersmarknad tagit fram frivilliga riktlinjer för emittenter att använda sig av för att säkerställa en fortsatt transparent företagsobligationsmarknad.[77] Därtill ska emittenten följa de obligationsvillkor som uppställs i samband med emissionen av obligationerna. Svensk Värdepappersmarknad har tagit fram ”Mallvillkor” som emittenterna kan använda sig av för att reglera det de icke-kommersiella förhållandet mellan emittenten och obligationsinnehavaren.[78] Att notera är att de kommersiella villkoren, exempelvis vilken kreditriskpremie som emittenten ska betala investerarna, i regel alltså bestäms inför varje emissionsrunda. Inom ramen för ett MTN program är det, som påpekats ovan, därmed vanligt att lämna de kommersiella villkoren öppna, för att lämna mer utrymme att fortsatt justera räntan efter behov.[79]

2.5 Närmare om kreditriskpremien

Kreditriskpremien, som är den premie som investeraren kompenseras med för att exponeras mot emittentens kreditrisk, fastställs alltså redan vid emissionen. Som ovan påpekats bestäms premien i relation till en referensränta som vanligtvis är STIBOR 3M.[80] Redan vid emissionen kan därmed en prognos ställas avseende emittentens kreditrisk utifrån marknadens investeringsvilja.[81] Generellt genomförs sonderingar för att uppskatta vilken kreditriskpremie som investerarbasen kan tänkas behöva kompenseras med i utbyte mot att investera i obligationen. Informationen som alstras av de potentiella investerarnas synpunkter på vad som är en tillräcklig kreditriskpremie används sedermera som vägledning för att fastställa priset på företagsobligationen.[82] Om emittenten godkänner den kreditriskpremie som föreslagits, färdigställs obligationens konstruktion. Alternativet till att inte godkänna en sådan kreditriskpremie måste rimligtvis vara att emittenten inte genomför emissionen eller emitterar till en kreditriskpremie som går emot marknadens syn på emittentens kreditrisk. För att det senare ska vara möjligt krävs sannolikt att emittenten kan säkerställa en fulltecknad emission, trots att investerarna inte får motsvarande ersättning som de uppgivit vilja bli kompenserade med. En sådan situation kan möjligtvis uppstå när efterfrågan på högavkastande instrument är stor vilket leder till att kreditriskpremien kan pressas ned.[83]

---

[76] Se skäl 4 till MiFID II och skäl 1 och 2 till MiFIR.
[77] Se Svensk Värdepappersmarknad (2020).
[78] Jfr punkt. 9 SSMA- villkoren.
[79] Jfr Wigfors & Montin (2024), s. 456 & 465–466. Författarna diskuterar förhållandet där de kommersiella villkoren bestäms individuellt för varje lån men inom ett MTN program.
[80] Se Riksbank (2023a).
[81] Jfr Partnoy (1999), s. 658.
[82] Se IOSCO (2020), s. 7; Sandstedt (2021), s. 16 ff.
[83] Se Bonthron (2014), s. 5.

De större emissionsprocesserna har under de senaste decennierna utgått från att den intermediära banken agerar på en *"best effort base"*. Med andra ord agerar banken i syfte att ge långivaren råd under en publik emissionsprocess för att prissättningen ska förbli transparent och på de bästa möjliga villkoren för investeraren.[84] Kreditmarginalen bestäms därmed utifrån vad den intermediära banken samt marknaden i samråd med emittenten anser är en rimlig kompensation för den risk som investeringen i företagsobligationen medför.[85] Som kommer att diskuteras nedan under 4.2.2.4 kan dock den processen som nu beskrivits påverkas av en hög efterfrågan av emittentens obligationer. En utgångspunkt är dock, utifrån vad som diskuteras hittills, att arrangören har som avsikt att prissätta risken på ett rättvisande sätt.

2.6 Riskprofiler

Kreditrisken är alltså central för investeraren i företagsobligationen. För att pedagogiskt spegla risken på företagsobligationsmarknaden, delas obligationernas kreditrisk normalt in i olika segment. Antingen är obligationen *Investment Grade (IG)* och eller *Non Investment Grade (NIG)*. Investment Grade signalerar att emittenten har en förhållandevis god ekonomisk situation. Hur god den ekonomiska situation förväntas vara speglas av, var i segmentet Investment Grade emittenten befinner sig. För att emittenten ska placera sig högt upp i segmentet Investment Grade krävs att ett kreditvärderingsinstitut värderat emittentens kreditrisk. Hur värderingen går till ska kort beröras nedan. Det som kreditvärderingsinstitutet bedömer, i enkla ordalag, är emittentens risk för fallissemang. Det vill säga vad risken är för att emittenten inte ska ha möjligheten att återbetala obligationsinnehavarna enligt obligationsvillkoren. Om kreditvärderingsinstitutet bedömer att emittentens förmåga att betala tillbaka är god, får emittenten sannolikt ett betyg i Investment Grade. Om emittentens risk för fallissemang bedöms som högre får emittenten sannolikt ett lägre betyg i Investment Grade eller ett betyg i Non Investment Grade.

Non Investment Grade betecknas även som *High Yield (HY)* på grund av att obligationerna ofta kompenserar kreditrisken med en hög avkastning.[86] En del investerare, är skyldiga att investera i obligationer i Investment Grade vilket medför att en nedgradering av kreditbetyget ofta innebär att investeraren kommer att avyttra obligationen av legala skäl eller för att vara i linje med interna policies. Det finns därmed ett incitament att befinna sig i *Investment Grade segmentet* eftersom det öppnar upp för en större investerarbas. För den *icke betygsatta emittenten* är den investerarbas som endast investerar Investment Grade, i princip utom räckhåll. Den icke betygsatta emittenten har inget officiellt kreditbetyg och kan därför inte ha ett Investment Grade. Med det sagt kan den icke betygsatta emittenten sannolikt vara lika kreditstark som en emittent placerad i Investment Grade.

Oaktat det som nu sagts har antalet emissioner av emittenter utan kreditbetyg ökat. Det har fått de investerare som endast är begränsade av egna investerarpolicys att omvärdera sin inställning till den *icke betygsatta emittenten*. Den ökade efterfrågan på investeringar

---

[84] Se Sandstedt (2022), s. 16.
[85] Se IOSCO (2020), s. 7 & Andrews (2022), s. 242. Vanligtvis genomförs en så kallad *Market sounding* eller *pre sounding*.
[86] Se Landeman, Andrén, Hellesnes (2021), s. 59.

i högavkastande instrument, som tangerades ovan, kan vara en bidragande faktor till att även den icke betygsatta emittenten har kunnat erbjuda obligationer med en lägre avkastning.[87] Förhållandet som nu beskrivits ger uttryck för att den icke betygsatta emittentens kreditrisk inte slentrianmässigt kan avfärdas som högt avkastande.[88]

2.7 Kreditbetyg

Varför kreditbetyget är ett mått av emittentens kreditrisk som vissa investerare är skyldiga att följa, förtjänas, i ljuset av det förra avsnittet, att förklaras ytterligare. På värdepappersmarknaden har ett fåtal aktörer erhållit förtroendeuppdraget att bedöma emittentens kreditrisk. Det är objektiviteten som gör att kreditbetyget är gångbart och ger ett bättre förtroende för emittentens kreditrisk än om emittenten skulle uppskatta sin egen kreditvärdighet.[89] Sedan införandet av CRA-förordningen ställs numera även högre krav på kreditvärderingsinstitutens metoder. Metoderna som instituten använder sig av förutsätts vara ”rigorösa, systematiska, konsekventa och valideras på grundval av historiska erfarenheter, inklusive utfallstest”.[90] CRA-förordningen ställer även krav på att kreditvärderingsinstituten ska motverka intressekonflikter.[91] Kraven på oberoende har därmed en koppling till förtroendet för kreditvärderingsinstituten.[92] Emittentens möjligheter att påverka utfallet av betyget ska därmed minimeras.[93]

En utgångspunkt är att den som anlitar ett kreditbedömningsinstitut får betala för att erhålla kreditbetyget.[94] Beroende på vem som levererar kreditbetyget kan betygets format se olika ut. Betygen sträcker sig dock alltid mellan ett högsta betyg som är AAA/Aaa till det lägsta betecknat som D/C.[95] Om betyget ska anses vara Investment Grade, ska betyget vara något av de 10 högsta i kreditbetygsskalan. Ett lägre betyg indikerar att emittenten eller obligationen har ett Non Investment Grade.[96] Kreditvärderingsinstitutet ändrar normalt sett kreditbetyget när emittenten eller emittentens obligationer inte längre motsvarar det tidigare förtjänade kreditbetyget. Vid en påtaglig försämring av emittentens ekonomiska situation kommer därmed betyget att nedgraderas. En sådan förändring sker dock först när det står klart att emittentens kreditbetyg inte motsvarar den ekonomiska situationen. Med andra ord kan det innebära att kreditbetyget inte speglar den faktiska kreditrisken vid en given tidpunkt.[97] En förklaring till förhållningsättet är att kreditvärderingsinstitutet undviker att utfärda nya kreditbetyg på spekulation. Ett kreditbetyg är därmed ett mått av kreditrisken på en given tidpunkt som uppdateras när det står klart att förutsättningarna för att behålla kreditbetyget har ändrats.[98]

---

[87] Se Andrews (2022), s. 237–238.
[88] Se även nedan avsnitt 2.7.2.
[89] Jfr Verständig (2014), s. 32
[90] Se Artikel 8.3 i CRA-förordningen.
[91] Se Artikel 6.1 CRA-förordningen.
[92] Se Lidman (2024), s. 330.
[93] Jfr CRA-förordningen, Bilaga 1 punkt a. 1.
[94] Se Verständig (2014), s. 12; Landeman, Andrén, Hellesnes (2021), s. 85, Chen (2024), s. 211, Lidman (2024), s. 322; som behandlar frågorna kring ”issuer paying model” mer utförligt.
[95] Se Riksgälden.se/Kreditbetyg.
[96] Se Landeman, Andrén, Hellesnes (2021), s. 75.
[97] Ibid s. 50 ff.
[98] Se Landeman, Andrén, Hellesnes (2021), s. 50 ff.

2.7.1 Vad leder fram till kreditbetyget?

Hittills har avsikten varit att, i stora drag, illustrera de delar av den svenska företagsobligationsmarknaden som är relevanta för uppsatsens analys. Det viktigaste att ta med sig framöver är därmed; att förstå vilka aktörer som befinner sig på marknaden, hur emittentens inneboende risk kan synas i obligationens konstruktion samt hur den inneboende risken upptäcks. Det sista som nu sagts, hur den inneboende risken upptäcks ska redogöras för mer utförligt i det här avsnittet. För att hitta ett alternativt mått behöver vi först veta hur ett kreditbetyg fastställs och vad som är viktigt i kreditvärderingsprocessen.

I den företagsekonomiska litteraturen beskriver Landeman (red.) att kreditvärderingsinstitutens bedömning av emittentens kreditvärdighet strävar efter att ha ett *"through the cycle"* (TTC) perspektiv.[99] Det som menas med "cycle" är konjunkturcykeln. En emittent med ett starkt kreditbetyg i Investment Grade förväntas därmed stå stabilt genom konjunkturcykeln. Effekten av en sådan bedömning är att företag i mer konjunkturkänsliga branscher har svårare att erhålla ett kreditbetyg i den övre hälften av Investment Grade. Därtill avser kreditvärderingsinstituten att genomföra såväl kvalitativa som kvantitativa bedömningar av emittentens verksamhet. I den kvalitativa bedömningen genomförs en granskning av bolagets interna kvalitéter. Exempelvis inkluderas uppgifter om styrelsens förmåga att driva bolaget på ett ansenligt sätt, samt hur förutsättningarna för emittenten att vara stabilt genom hela konjunkturcykeln ser ut i förhållande till emittentens bransch och geografiska placering. Den kvantitativa bedömningen utgår från en analys av hur olika nyckeltal i emittentens verksamhet påverkas genom konjunkturcykeln. Centralt för bedömningen är till vilken grad kassaflödena kan förväntas att påverkas under cykeln samt hur den tilltänkta intjäningsförmågan korrelerar med emittentens skuldsättning. Även möjligheten att snabbt få tillgång till mer likvida medel kan påverka bedömningen. De två bedömningarna, den kvalitativa och den kvantitativa, resulterar till slut i ett kreditbetyg som därmed reflekterar emittentens kreditrisk genom konjunkturcykeln.[100] Genom att illustrera vad som vägs in i kreditbetyget vill jag synliggöra den icke betygsatta emittentens utmaning. Exempelvis blir frågan om en emittent över huvud taget kan uppskatta sin egen kvalitativa förmåga utan att bedömningen riskerar att bli godtyckligt genomförd.

Vad är då alternativet? Bedömningen av en emittents kreditrisk kan även genomföras med *point in time* (PIT) perspektiv. Här är det en utpekad punkt i tiden, en ögonblicksbild av emittentens kreditrisk som avser att berätta något om emittentens ekonomiska situation. För att skapa sig en ögonblicksbild analyseras därmed emittentens kreditriskpremie i förhållande till den riskfria räntan samt emittentens belåningsgrad. I litteraturen framförs att PIT perspektivet ofta speglar en mer rättvisande bild avseende hur den aktuella återbetalningsrisken faktiskt ser ut för emittenten i det kortsiktiga perspektivet. Ett problem med modellerna som används för att beräkna kreditrisken Point in Time är att de ofta använder sig av marknadsdata som baseras på prisrörelser i emittentens aktie.[101] Då den icke betygsatta emittenten inte har sina aktier noterade, blir frågan hur användbar en

[99] Landeman, Andrén, Hellesnes (2021), s. 78–79.
[100] Ibid, s. 86.
[101] Ibid, s. 79.

sådan Point in Time modell blir. Visserligen använder ett av kreditvärderingsinstituten, Moody´s, sig av en marknadsbaserad PIT modell som använder volatiliteten i kreditriskpremien i stället för aktien.[102]

Utgår vi från att emittenten valt att inte införskaffa ett kreditbetyg blir det inte aktuellt att hänvisa emittenten till att investera i en sådan alternativ bedömning som på ett eller annat sätt tillhandahålls av en extern kreditvärderare. Dock måste användningen av kreditriskpremien i en sådan modell, som en av bedömningsgrunderna, tala för att kreditriskpremien bör tillmätas värde när avsikten är att bedöma emittentens kreditrisk.

Eftersom det inte kan bortses från att emittentens egen kvalitativa bedömning har potentialen att bli självsvåldigt väger därmed en mer kvantitativ bedömning sannolikt tyngre. I alla fall när syftet med bedömningen, är att en objektiv kreditrisk ska fastställas.[103] Huruvida en PIT bedömning är mest lämplig för att hitta en objektiv utgångspunkt för emittenten att bedöma förändringar i sin kreditrisk mot ska därmed diskuteras ytterligare.

2.7.2 Investment Grade, Non-Investment Grade, Crossover eller High Yield?

Något mer ska även sägas om terminologin som används för att klassificera emittenterna på företagsobligationsmarknaden. När obligationen saknar ett kreditbetyg förhåller sig den terminologi som normalt används för att klassificera obligationer som något missvisande.[104] Indelningen mellan Investment Grade och Non Investment Grade medför att alla obligationer som inte har ett betyg i Investment Grade av legala skäl automatiskt klassificeras som Non Investment Grade.[105] Det är förståeligt då obligationen inte har ett kreditbetyg och därmed inte kan anses vara ett Investment Grade. Dock kan en emittent utan kreditbetyg i själva verket ha en lika bra eller dålig kreditrisk som en emittent med ett kreditbetyg i Investment Grade.[106] Exempelvis skriver Wollert att Riksbanken observerat att det kan förekomma situationer där företagsobligationer emitteras och handlas med kreditmarginaler som indikerar på en låg kreditkvalité samtidigt som emittentens kreditbetyg befinner sig i Investment Grade.[107] Att förhållandet kan vara det motsatta förefaller inte vara osannolikt mot bakgrund av hur stor del av den svenska

---

[102] I Landeman, Andrén, Hellesnes (2021), s.78–79; se även Moody´s (2024), s. 1 och 9. Där beskrivs tjänsten ”Market Implied Ratings”. Vilket är en alternativ kreditvärderingstjänst. Att notera är att en förutsättning för att bli bedömd av Moody´s Market Implied Rating är att de obligationen har en ”fixed coupon”. Eftersom räntan därmed inte är rörlig kan kreditriskpremien tjäna som ledning i bedömningen. Därtill får premien (coupon) inte vara mindre än 0% men inte överstiga 30% för att obligationen ska kunna bedömas, (Vilket torde motsvara 300 baspunkter).

[103] Se ovan 2.6 och jämför mot syftet med CRA-förordningens Bilaga 1 punkt a. 1 vilket är att främja en kreditbedömningsverksamhet utan inblandning av emittenten.

[104] Jfr Andrews (2022), s. 237; där det framgår att marknaden för obligationer som inte har ett kreditbetyg ofta benämns som högt avkastande även fast det kan vara missvisande.

[105] Jfr Landeman, Andrén, Hellesnes (2021), s. 72 ”I det mer riskfyllda segmentet av den svenska företagsobligationsmarknaden (*high yield marknaden*) har flertalet bolag fortfarande inte ett officiellt kreditbetyg”; Andrews (2022), s. 237 ”den andra delen av marknaden omfattar emittenter som antingen har ett kreditbetyg som är sämre än något av de ovan nämnda eller helt saknar kreditbetyg.”.

[106] Se Lidman (2024), s. 70–71 om Crossover bonds där det framgår att någon gräns mellan vad som är Crossover, Non Investment Grade eller High Yield ofta inte kan dras.

[107] Jfr Stejmar & Wollert (2024), s. 439.

företagsobligationsmarknaden som saknar kreditbetyg. Ett sådant motsatt förhållande benämns som att obligationen är av typen *crossover grade*.[108] Att automatiskt klassificera emittenter utan kreditbetyg som High Yield kan därmed orsaka begreppsförvirring. Exempelvis när High Yield används synonymt med termen Non Investment Grade.[109] En emittent som valt att inte införskaffa ett kreditbetyg skulle därmed enligt en sådan förståelse felaktigt associeras med att vara högt avkastande. En sådan slutsats hade medfört att 46% av Sveriges emittenter av företagsobligationer automatiskt hade ansetts utgöra emittenter av högt avkastande obligationer.[110] I ljuset av Riksbankens observationer och förekommandet av fenomenet *crossover grade* förefaller en sådan slutsats vara omotiverad. Ett syfte med att belysa en sådan begreppsförvirring inom den här uppsatsen är att emittenter utan kreditbetyg, som klassificeras som Non Investment Grade emittenter, men som har en god kreditvärdighet, kan komma att göra helt andra bedömningar av vilken information som kan påverka priset på emittentens obligationer, än emittenter med ett kreditbetyg i Non Investment Grade.

Mellan de icke betygsatta emittenterna är det därmed mycket som har potentialen att i vara olika. Därmed kommer emittenterna göra olika bedömningar avseende vilken information, om den förändrade kreditrisken, som ska utgöra insiderinformation. Offentliggörandeskyldigheten kan därmed vara olika betungande beroende på hur emittentens ekonomiska situation och verksamhet ser ut i övrigt. En annan faktor att beakta är emittentens erfarenhet av att emittera obligationer.[111] Därtill är en vanlig anledning till att inte införskaffa ett kreditbetyg den höga kostanden som kreditbetyget medför eller att marknaden visat på en investeringsvilja i även icke betygsatta obligationer. Därmed ska det inte uteslutas att även mindre, men kreditstarka emittenter, prioriterar bort kreditbetyget på grund av kostnadsskäl.[112]

Den icke betygsatta emittenten kan därmed inte betraktas som homogen grupp sett till sin kreditrisk. I alla fall inte på det sätt som man kan betrakta emittenter med ett officiellt betyg i Non Investment Grade. Det går inte att placera den icke betygsatta emittenten i en viss grupp eftersom emittenten som avstått från kreditvärderingsinstitutens bedömningar kan vara spridd över hela den konventionella skalan som syftar till att placera emittenten i ett visst fack av kreditrisk.

2.8 Närmare om förändringar i kreditrisk

Läsaren har sannolikt fått en uppfattning av vad förändringar i emittentens kreditrisk rent abstrakt bör förstås som. Det som åsyftas mer konkret med förändringar i emittentens kreditrisk är följaktligen strikt associerat med emittentens ekonomiska situation. Om emittenten upplever en brist av likvida medel samtidigt som emittenten har skulder som överstiger tillgångarna och som snart faller till betalning beskrivs situationen vanligtvis närmast som *insufficiens*.[113] En sådan situation riskerar att räntebetalningar till

[108] Lidman (2024), s. 71.
[109] Landeman, Andrén, Hellesnes (2021), s. 75.
[110] Sandstedt (2021), s. 10 not 28 och OECD (2024), s. 23 som hänvisar till data från Standard & Poor´s, Moody´s och Fitch samt Nordic Credit Rating.
[111] Borg (2024), s. 198.
[112] OECD (2021), s. 117–118.
[113] Se Mellqvist & Welamson (2022), s. 41.

obligationsinnehavarna uteblir och kan därmed indikera att emittenten är på väg mot fallissemang. Obligationsinnehavarna är därmed beroende av emittentens förmåga att bibehålla en stabil nivå av tillgångar eller kassaflöde som kan användas för att infria de skyldigheter som åligger emittenten enligt obligationsvillkoren. Kreditrisken är därmed associerad med emittentens dagliga verksamhet och de risker som emittenten behöver hantera för att se till att kapital flyter in och inte används upp innan obligationsinnehavarna har erhållit sin beskärda del. Att avgöra vad som är insiderinformation när det sker en förändring i emittentens kreditrisk är mot den bakgrunden inte en självklar bedömning. Exempelvis kan det emitterande bolaget bestå av ett moderbolag vars primära kassaflöde består av utdelningar från ett eller flera dotterbolag. Det krävs därmed att dotterbolagen har såväl ekonomisk som legal möjlighet att lämna utdelningar till moderbolaget för att tillgodose obligationsinnehavarna räntebetalningar samt återbetalning av det nominella beloppet.[114] Sammantaget krävs det att styrelsen i emittenten är väl införstådd på när situationerna som nu har diskuteras kan komma att aktualiseras.[115]

För den icke betygsatta emittenten är det därmed bedömningen av vad som ska konstituera en förändring av kreditrisken som, i min mening, blir mest osäker. De övriga typsituationer, där information sannolikt utgör insiderinformation, som har presenterats i litteraturen bygger på att emittenten bryter mot obligationsvillkoren, aktivt agerar i strid med obligationsinnehavarnas intresse eller påverkas av marknadsrisker. Sådana överträdelser påverkas, i min mening, inte lika direkt av att emittenten saknar ett kreditbetyg.

2.9 Slutsatser utifrån företagsobligationsmarknadens funktionssätt:

Att identifiera vad som kan utgöra ett mått för att mäta förändringar i den icke betygsatta emittentens ekonomiska situation är, i ljuset av den bakgrund som redogjorts för, en relevant uppgift. Hittills har två potentiella alternativa mått identifierats. De informationspunkter som har presenterats är dels 1). emittentens kapitalstruktur, dels 2). vilken kreditriskpremie emittenten kompenserar obligationsinnehavarna med. Emittentens kapitalstruktur kan därmed ge en fingervisning avseende hur mycket förändringar i den ekonomiska situationen som emittenten kan förväntas klara av innan förändringen blir påtaglig nog att den kommer påverka emittentens betalningsmöjligheter. Således ökar chanserna för att emittenten inte fullgör sina skyldigheter enligt obligationsvillkoren. Den kreditriskpremie som emittenten erbjuder investerarna har potentialen att ge en objektiv bild av emittentens kreditrisk men förtjänar att problematiseras mer ingående. Att kreditriskpremien normalt fastställs utifrån marknadens syn på emittentens kreditrisk talar för att en sådan premie borde vara såväl objektiv som tillförlitlig. Samtidigt berör bakgrunden att kreditriskpremien kan vara påverkad av en hög efterfrågan på högavkastande obligationer. Den problematiken ska därmed avhandlas mer ingående nedan. Syftet blir att förstå om en sådan parameter påverkar kreditriskpremien som eventuellt mått för emittentens kreditrisk.

[114] Se Häger, Eriksson, Eriksson (2024), s. 308.
[115] Jfr. 8:4 ABL och Borg (2024), s. 198.

Bakgrunden har därmed givit läsaren en förståelse för den analys av obligationens uppbyggnad och emittentens verksamhet som ska göras nedan, i syfte att hitta ett alternativt mått på emittentens kreditrisk. Antagandet är att emittenten kan göra bedömningen av när förändringen i kreditrisk blir kritisk genom att använda det alternativa måttet på ett likvärdigt sätt som den betygsatta emittenten använder sitt kreditbetyg.

I syfte att gå djupare i frågeställningen ägnas nästa del av uppsatsen till att förklara lagstiftningsändamålet med informationsgivningsreglerna på obligationsmarknaden. En utgångspunkt är att förklara varför det är viktigt för förtroendet av värdepappersmarknaden att offentliggöra insiderinformation. Ambitionen är att öka förståelse för MAR och vad emittenten ska tolka in i tillämpningen av Artikel 7 och 17 MAR.

3. Informationsgivning på företagsobligationsmarknaden

3.1 En effektiv värdepappersmarknad

Ett vanligt men också oönskat fenomen på i princip alla marknader är att en av parterna i en köp eller säljprocess vet något som den andra inte vet om det föremål som är till försäljning. Konsekvensen av en sådan *informationsasymmetri* är att parten som har informationsöverläget har incitamentet att missbruka informationen. Den som besitter informationen kan utifrån sitt informationsöverläge dra slutsatsen att föremålet egentligen inte är värt det pris som föremålet säljs för, men i stället för att delge informationen till en presumerad köpare, bestämma sig för att undanhålla köparen informationen. Resultatet blir att köparen investerar i ett föremål som inte motsvarar marknadsvärdet. Det medför i sin tur att köparen har gjort en förlust trots att köparen utifrån den tillgängliga informationen om föremålet inte kunnat förutspå att köpet inte gjordes till marknadspris. Resultatet av den marknad som nu beskrivits är att köparen har ett incitament att misstro säljaren. En sådan misstro leder till att köparen avvaktar och möjligtvis avstår vissa förvärv eftersom det finns en osäkerhet avseende om affärsbeslutet grundades på ett adekvat informationsunderlag eller inte. Sammantaget bidrar en sådan marknadsstruktur till att en köpare inte är beredd att betala fullt pris för föremålet eftersom risken för att föremålet säljs till överpris existerar. Säljaren av föremålet har därför incitamentet att spara sina högkvalitativa föremål eftersom säljaren riskerar att inte erhålla det mest effektiva priset av föremålets marknadsvärde. Resultatet av en marknad där köpare och säljare inte kan lita på varandra rubricerades av Nobelpristagaren George Akerlof som ett marknadsmisslyckande.[116] På värdepappersmarknaden har det ovan beskrivna problemet hanterats genom införandet av informationsgivningsregler som har som uppgift att jämna ut informationsläget.

3.2 Investerarskyddet på företagsobligationsmarknaden

Skyldigheten att offentliggöra insiderinformation har en lång tradition inom den europeiska kapitalmarknadsrätten. Sedan införandet, har syftet varit att öka effektiviteten på marknaden.[117] Sambandet mellan den information som investerare kan erhålla genom periodiska offentliggöranden av information och den löpande informationsgivningen möjliggör spekulanter på marknaden att bestämma emittentens värde mer precist. Skyldigheten att löpande offentliggöra insiderinformation ökar därmed förtroendet för att den information som finns tillgänglig om emittenten, också är den som speglar de verkliga ekonomiska förutsättningarna. Skyldigheten att offentliggöra insiderinformation har därav en tudelad funktion som inte endast syftar till att förhindra insiderhandel. Offentliggörandeskyldigheten bidrar därför till möjligheten att göra välinformerade beslut.[118] Prissättningen av en företagsobligation på den sekundära marknaden är således beroende av vilken information som finns tillgänglig om emittenten. Om den enda information som finns tillgänglig om emittenten och dess obligationer är den som finns tillgänglig vid investeringen i obligationen, får investeraren utgå från att den informationen är fortsatt giltig. Det är såklart inte ett rimligt förhållningsätt att blint

[116] Jfr Sjöman (2023), s. 767 ff. som hänvisar till Akerlof (1970), s. 488.
[117] Se Veil (2022), s 343.
[118] Ibid s. 344.

förutsätta att emittentens kreditrisk förblir densamma. Speciellt när obligationens löptid sträcker sig över minst ett år. Det innebär att obligationsinnehavarna behöver uppdateras om nya händelser eller omständigheter som har potentialen att påverka hur investerarna ser på sitt innehav. Även spekulanter på marknaden behöver uppdateras för att förstå om den noterade obligationen fortsatt är intressant sett till investerarens riskaptit.

För att förstå om en sådan händelse eller omständighet påverkar emittentens kreditrisk tillräckligt mycket för att den ska utgöra insiderinformation, kommer jag översiktligt redogöra för rekvisiten i artikel 7 och 17 MAR. Nedan följer därför en genomgång av de nämnda artiklarna i Marknadsmissbruksförordningen. Inledningsvis följer en kort förklaring hur emittenten omfattas av regelverket, därefter följer den översiktliga redogörelsen för de ovan nämnda artiklarna.

3.3 Informationsgivning på sekundärmarknaden

3.3.1 Emittentreglerna

I samma stund som emittenten noterar sina obligationer ska som ovan påpekats emittentreglerna för den specifika handelsplatsen efterlevas. Efterlevnadskravet av marknadsplatsen regelverk stipulerar även att emittenten ska följa Marknadsmissbruksförordningen.[119] En effekt av att implementera MAR i emittentreglerna är att även emittenter som inte har noterade aktier åläggs att följa regelverket. Det medför att det bolag som avser att finansiera delar av sin verksamhet med obligationer, som sedermera noteras, får finna sig i att efterleva marknadsmissbruksförordningens informationsgivningsregler. Skyldigheten att offentliggöra information finns även i värdepappersmarknadslagen som ålägger ett bolag med noterade värdepapper på en reglerad marknad att offentliggöra alla ändringar i rättigheter kopplade till värdepapperen omedelbart.[120] Sådana typiska förändringar i ett obligationsvillkor kan vara ändring av räntesats eller utestående belopp.[121] I emittentreglerna till marknadsplatserna stipuleras även att information om exempelvis finansiella rapporter ska offentliggöras.[122] Det kan tänkas att emittentens huvudsakliga syfte med ett obligationslån främst var att variera bolagets finansieringskällor. Det kan därför tänkas att emittenten, i och med de informationsgivningskyldigheter som noteringen medför, upplever att bedömningarna är svåra att göra i praktiken.[123]

Efterlevnaden av MAR ställer höga krav på emittenterna. Det krävs av emittenten som har noterade obligationer att vara kompetent och rutinintensiv avseende hur ny information bemöts för att offentliggöra information på ett så ändamålsenligt sätt som möjligt.[124] Den vägledning i form av praxis, litteratur och övriga riktlinjer som idag finns tillgänglig riktar sig främst till emittenter av aktier. Oavsett tillgängliga hjälpmedel

[119] Se Punkt 3.1 Nasdaqs emittentregler och punkt 10.1.2 i NGM:s emittentregler som hänvisar till Artikel 17 Marknadsmissbruksförordningen.
[120] Se 15 kap 8§ Värdepappersmarknadslagen.
[121] Se Borg (2024), s. 197.
[122] Se Punkt 3.3.1 Nasdaqs emittentregler och punkt 10.1.6 i NGM:s emittentregler.
[123] Jfr Borg (2024), s. 197.
[124] Ibid.

förväntas obligationsemittenten att ta adekvata beslut avseende sin informationsgivning.[125] En sådan förväntan är väl underbyggd eftersom motsatsen, att inte offentliggöra priskänslig information, sålunda hade äventyrat förtroendet för marknaden.

3.3.2 Marknadsmissbruksförordningen

Att en stor del av den litteratur som publicerats på området är författat med aktier och aktierelaterade instrument i åtanke, medför dock inte nödvändigtvis att litteraturen saknar betydelse. Det påkallar dock en större försiktighet avseende vilken vikt litteraturen ska erkännas i den analytiska delen. Med det sagt får den vägledning som finns i litteraturen vara tjänande för att besvara hur förordningens artiklar ska tillämpas på företagsobligationsmarknaden.

3.3.3 Artikel 7 MAR

Artikel 7 MAR innehåller fyra kumulativa rekvisit som den identifierade förändringen i emittentens ekonomiska situation ska underkastas. Syftet är att avgöra om informationen är att betrakta som insiderinformation eller inte. Enligt artikeln är insiderinformation information av *specifik natur* som *inte har offentliggjorts*, som *direkt eller indirekt rör emittenten eller emittentens finansiella instrument* och som om den offentliggjordes *sannolikt skulle ha en väsentlig inverkan på priset på emittentens finansiella instrument*.[126] Artikel 7 MAR har två primära syften. Den fungerar dels för att stävja insiderhandel, dels för att ålägga emittenter att offentliggöra insiderinformation.[127] Situationen har beskrivits i litteraturen som ”the two fold notion” och beskriver att bedömningen enligt artikel 7 MAR används som en katalysator för att instruera hur emittenten ska behandla informationen i förhållande till de övriga regler som förordningen stipulerar.[128] Ett intresseproblem som utkristalliserar sig är att incitament att strama åt bedömningen till fördel för förbudet enligt artikel 8 och 14 MAR medför att informationsgivningsbördan enligt Artikel 17 ökar. Samtidigt riskerar en mer förlåtande inställning till offentliggörandeskyldigheten, att arbetet för att stävja insiderhandel åsidosätts.[129] Är emittenten osäker finns det en risk att för mycket information offentliggörs. Det kan därmed sippra igen information som inte har någon relevans för investerarnas bedömning. Den icke betygsatta emittentens bedömningssvårigheter kan felaktigt öka mängden information som bedöms vara insiderinformation. Speciellt eftersom bedömningsgrunderna för vilken förändring i emittentens kreditrisk som ska utgöra insiderinformation, kan argumenteras vara mindre goda när ett kreditbetyg saknas.[130]

Som läsaren har förstått är det offentliggörandeskyldigheten i artikel 7 i relation till artikel 17 som ska behandlas inom ramen för uppsatsens frågeställning. Skyldigheten att offentliggöra sådan information som har bedömts utgöra insiderinformation förutsätter därför att företagsobligationsemittenten förstår vilken information som ska anses utgöra

---

[125] Jfr Borg (2024), s. 197.
[126] Se Artikel 7 Marknadsmissbruksförordningen.
[127] Se Artikel 7 i relation till artikel 8 och 14 MAR och artikel 7 i relation till artikel 17 MAR.
[128] Se Hansen (2016), s. 6–8 samt Venturuzzo & Mock (red.) (2021), s. 263 ff.
[129] Se Hansen (2016), s 6–8.
[130] Se nedan avsnitt 5. ff.

insiderinformation. Vilket inom ramen för frågeställningen, är en särskild utmaning när emittenten eller emittentens obligationer saknar kreditbetyg.

3.3.3.1 Specifik natur

Rekvisitet ”specifik natur” avgränsar vilken information som är relevant för att klassificeras som insiderinformation. Det kan ses som ett första steg för att avgöra om det finns någon anledning att fortsätta med bedömningen. I artikel 7.2 MAR tillhandahålls ett förtydligande avseende hur specifik natur ska förstås av emittenten. Stödregeln ställer upp två kumulativa rekvisit som måste vara uppfyllda för att informationen ska vara av specifik natur.[131] I artikel 7.2 kan därmed följande utläsas:

”Vid tillämpning av punkt 1 ska information anses vara av specifik natur om den anger omständigheter som föreligger eller rimligtvis kan komma att föreligga eller en händelse som har *inträffat eller som rimligtvis kan förväntas inträffa* och om denna information är tillräckligt specifik för att göra det *möjligt att dra slutsatser* om omständigheternas eller händelsens potentiella effekt på priserna på finansiella instrument” (min kursivering).

EU domstolens behandlade rekvisitet i sin dom Markus Geltl mot Daimler. Där fastställde domstolen att det behöver finnas faktiska utsikter (*realistic prospects*) för att den händelse som informationen avser faktiskt ska inträffa.[132] EU domstolens avgörande i Geltl kodifierades sedan i artikel 7.2 och 7.3 i MAR.[133] I en senare dom utvidgade EU domstolen specificitetskravet i domen *La Fonta mot Autorié des marchés financiers* till att informationen i fråga inte behöver klargöra om informationen indikerar att priset kommer gå upp eller ned på det finansiella instrumentet. I stället ansågs det räcka att informationen indikerade att det gick att dra någon slutsats om kursen på det finansiella instrumentet. Information som inte möjliggjorde emittenten att dra någon slutsats om kursen på det finansiella instrumentet ansågs därmed inte vara av specifik natur.[134]

Bedömning av specificitetskravet ska genomföras genom en *ex ante* bedömning.[135] Med andra ord ska bedömningen genomföras på grundval av den fakta som finns vid bedömningstillfället.[136] Går det att dra slutsatser om en potentiell inverkan på kursen i en viss riktning och att det föreligger faktiska utsikter för att händelsen ska komma att inträffa, medför det att informationen uppfyller rekvisitet specifik natur.[137] Artikel 7.2 MAR gör även en distinktion mellan omständigheter och händelse. En händelse kan beskrivas som ett mer komplext förhållande som exempelvis att en emittent kallar till bolagsstämma för att rösta om en specifik fråga. Omständigheter kan i stället utgöra information som tillsammans med annan information medför att slutsatser kan dras.[138]

---

[131] Se EU domstolens dom C-19/11, Markus Geltl mot Daimler AG & C-28/13 p. 29.
[132] Ibid.
[133] Se Venturuzzo & Mock (red.) (2021), s. 267.
[134] Se EU domstolens dom C-628/13, Jean Bernard Lafonta mot Autorié des marchés financiers, p. 36, där det även framställs att om det fanns ett krav på att bedömningen måste kunna göras i viss riktning, medför det att investeraren kan påstå att det inte gick att dra någon slutsats och således dra fördel av sitt informationsövertag.
[135] Se Venturuzzo & Mock (red.) (2021), s. 276.
[136] Ibid s. 276.
[137] Se EU domstolens dom C-19/11, Markus Geltl mot Daimler AG & C-28/13 p. 44.
[138] Se Venturuzzo & Mock (red.) (2021), s. 275.

3.3.3.2 ”Icke offentliggjord information” och ”direkt eller indirekt rör emittenten”

Information som redan har offentliggjorts och som därmed är allmänt känd är inte insiderinformation. Det är inte alltid helt klart var gränserna går för att informationen ska anses vara ”offentliggjord” i den mening som föreskrivs i Artikel 7 MAR.[139] En utgångspunkt i frågan om informationen är offentliggjord eller inte är om det kan fastställas att informationen är tillgänglig för envar. Informationen kan exempelvis nått ut till allmänheten på annat sätt. Hur informationen kan tänkas ha nått ett tillräckligt brett antal investerare för att anses vara offentliggjord enligt artikel 7 är dock mindre klarlagt.[140] Möjligtvis är spridning genom massmedia en sådan möjlighet där informationen kan tänkas vara offentliggjord enligt artikel 7, även då informationen inte har offentliggjorts enligt artikel 17 MAR. Dock kan situationen som sådan kompliceras, särskilt i det fall nyhetsflödet där informationen offentliggjordes, var låst bakom betalvägg eller publicerad i en rikstäckande nyhetstidning i ett annat land än där det finansiella instrumentet är noterat.[141]

Emittenten är därtill endast skyldig att offentliggöra sådan information som *direkt* rör emittenten.[142] Information som indirekt rör emittenten blir aktuell när situationen avser marknadsmissbruksfrågor vilket hamnar utanför uppsatsens avgränsning. Det är därmed information som direkt rör emittenten som omfattas av offentliggörandeskyldigheten i artikel 17 MAR.[143] En distinktion mellan företagsspecifik information och marknadsspecifik information som rör emittenten kan därmed göras. Företagsspecifik information är information som direkt rör emittenten medan marknadsinformation berör emittenten indirekt.[144] I en företagsobligationsrättslig kontext aktualiseras frågan eventuellt vid erhållandet av ett externt kreditbetyg. Frågan är om situationen ska anses utgöra företagsspecifik eller marknadsinformation när betyget endast har meddelats till emittenten.[145] Distinktionen blir härmed svår att hålla isär eftersom betyget kommer från ett externt håll, det vill säga en synpunkt från marknaden samtidigt som emittenten har tagit *initiativet* samt *betalat* för att erhålla kreditbetyget.[146]

3.3.3.3 Väsentlig inverkan på priset:

Informationen ska slutligen bedömas sannolikt få en väsentlig inverkan på priset på emittentens finansiella instrument. Begreppet ”sannolikt” medför att bedömningen ska göras utifrån den informationen som finns tillgänglig. Det rör sig även här om en presumtiv bedömning *ex ante* av hur informationen kan tänkas påverka priset på emittentens finansiella instrument. Ledning tas från hur stor sannolikheten är för att

---

[139] Venturuzzo & Mock (red.) (2021), s 280-281.
[140] Ibid, s. 281–282; Se även Högsta domstolen PT B 3687-22 (Hybricon Bus Systems, där HD meddelat ett förhandsavgörande till EU domstolen för att klarlägga om information som spridits som *allmän handling* ska anses vara offentliggjord i den mening som avses i Artikel 7 MAR.
[141] Venturuzzo & Mock (red.) (2021), s. 281–282.
[142] Artikel 17 Marknadsmissbruksförordningen.
[143] Venturuzzo & Mock (red.) (2021), s. 281–282.
[144] Ibid, s. 282.
[145] Ibid s. 283 och not. 106.
[146] Ibid, s. 283 och not. 106; Se även nedan avsnitt 5.1.

informationen får en prispåverkan på emittentens finansiella instrument.[147] Bedömningen ska göras i det enskilda fallet mot bakgrund av förnuftiga investerartestet. I analysen blir det förnuftiga investerartestet centralt för att utröna vilken information som investeraren i den icke betygsatta emittentens obligationer använder sig av. I artikel 7.4 MAR stipuleras en hjälpregel som uttrycker att den förnuftiga investeraren är intresserad av information som rättsfiguren sannolikt skulle utnyttja som en del av grunden för sitt investeringsbeslut.[148] I skäl 14 till MAR går det att utläsa att den förnuftiga investeraren endast är intresserad av information som finns tillgänglig vid investeringsbeslutet, det vill säga redan offentliggjord information. Den tilltänkta skickligheten på den förnuftiga investeraren är inte helt klarlagd i litteraturen. Det har anförts att den förnuftiga investeraren är en person som inte är den smartaste personen i rummet, men som trots det är sofistikerad och tar investeringsbeslut bättre än genomsnittet.[149] Det uttalas försiktigt om att den förnuftiga investeraren möjligtvis ska anses vara professionell. Dock verkar den förhärskande meningen vara att en sådan tolkning blir vanskligt av ett flertal skäl. Dels på grund av att en sådan likartig investerargrupp inte kan sägas existera. ”den professionella investeraren kan utgöras av en rad olika professionella investerartyper som tar beslut på helt olika grunder.[150] Den förnuftiga investeraren bör därmed användas som ett verktyg för att *sortera* information som mindre sannolikt är värdefull som investeringsunderlag. Ledning för vilken information som investeraren skulle använda som underlag för sin investering ska därmed tas utifrån informationens relevans för prisbildningen.[151]

På företagsobligationsmarknaden kan resonemanget kring den förnuftiga investeraren, i min mening, utvecklas genom att problematisera hur rättsfiguren ser på obligationer som emitterats av den icke betygsatta emittenten. Som påpekats ovan är institutionella investerare förhindrade av antingen legala eller interna policys att investera i en företagsobligation som saknar kreditbetyg.[152] När en sådan investerargrupp faller bort blir frågan vilka investerare som blir kvar. Eftersom nästintill ingen *retail* handel existerar på företagsobligationsmarknaden blir en ytterligare fråga om inte alla investerare, av den anledningen, bör ses som mer eller mindre professionella.[153] En sådan slutsats är en produkt av hur den svenska företagsobligationsmarknaden faktiskt ser ut och observationen kan utifrån den anledningen vara främst teoretisk.

3.3.4 Artikel 17 MAR

Skyldigheten att offentliggöra den information som enligt Artikel 7 MAR har bedömts utgöra insiderinformation stipuleras i Artikel 17 MAR. Där föreskrivs emittenten att så snart som möjligt offentliggöra information som direkt rör emittenten. Som påpekats tidigare tar Artikel 17 MAR sikte på den sidan av Artikel 7 MAR som utgör offentliggörandeskyldigheten. Ändamålet med skyldigheten att offentliggöra information, är att marknaden ska möjliggöras att ta välgrundade beslut. Vad som är ”så snart som

[147] Se Ventoruzzo & Mock (red.) (2021), s. 286.
[148] 7.4 Marknadsmissbruksförordningen.
[149] Se Ventoruzzo & Mock, (red.) (2021), s. 285
[150] Ibid.
[151] Se Ventoruzzo & Mock (red.) (2021), s. 286.
[152] Se ovan *2.6.*
[153] Jfr Andrews (2022), s. 238.

möjligt” är kontextuellt och får avgöras i det enskilda fallet.[154] En utgångspunkt ska dock tas i en bedömning av i hur mycket emittenten kunde förutse händelsen eller omständigheten.[155] Det kan sägas att plötslig information, som emittenten inte kunna förutse, medför att emittenten ska erkännas viss tid för att ta ställning till vad händelsen eller omständigheterna faktiskt kommer att ha för inverkan på priset på emittentens finansiella instrument. Om emittenten däremot har haft en hög nivå av medvetenhet avseende att händelsen eller omständigheterna kan aktualiseras och emittenten objektivt sett får anses haft tid att iordningställa informationen, då har emittenten haft tid på sig att förstå informationens vidare innebörd för prissättningen av sina finansiella instrument.[156] Offentliggörandet förväntas i den situationen att göras snabbare. En viktig aspekt är att informationen ska offentliggöras på ett sätt som möjliggör en fullständigt och korrekt bedömning i rätt tid.[157] En förutsättning är alltså att den information som offentliggörs bidrar till att uppfylla de ändamål som uttrycks i skäl 1 och 2 MAR. Om offentliggörandet bidrar till att marknaden tar felaktiga beslut på grund av att offentliggörandet premierat ”snabbhet” över ”fullständighet” motverkar det sannolikt syftet med förordningen som är att upprätthålla marknadsintegriteten.[158] Ett adekvat sätt att se till att den fullständiga informationen når marknaden är att offentliggöra informationen genom ett pressmeddelande på emittentens hemsida.[159]

Det finns situationer där ett offentliggörande så snart som möjligt behöver skjutas upp för att tillvarata emittentens legitima intressen. För att skjuta upp offentliggörandet krävs dock att tre kumulativa rekvisit är uppfyllda. Förutom att offentliggörandet ska anses skada emittentens legitima intressen, får det inte föreligga en sannolikhet att uppskjutandet vilseleder marknaden samt en risk för att informationen inte förblir konfidentiell.[160] För att vägleda emittenten har ESMA utfärdat riktlinjer för hur emittenten ska tänka avseende uppskjutandet av offentliggörandet.[161] Som legitimt intresse kan emittenten anföra att emittenten deltar i förhandlingar och att ett omedelbart offentliggörande sannolikt skulle sätta förhandlingarna i spel. Emittentens ekonomiska bärkraft är i allvarlig eller överhängande fara men inte till den grad att emittenten är föremål för konkurslagstiftning. Här ska tilläggas att ett uppskjutet offentliggörande ska syfta till att säkerställa förhandlingar som har till syfte att säkerställa emittentens ekonomiska återhämtning. Det kan även utläsas ett krav på att befintliga och potentiella aktieägares intressen, i ett sådant läge, skulle skadas av ett omedelbart offentliggörande.[162]

Ett uppskjutande kan därtill vara befogat om det utgörs av ett fattat beslut eller avtal som styrelsen har ingått och som behöver underställas bolagstämman. Det kan även omfatta information om immateriella rättigheter eller planer om framtida förvärv alternativt försäljningar som kan äventyras av ett omedelbart offentliggörande.[163] Slutligen kan transaktioner som är föremål för godkännande av behörig offentlig myndighet ligga till

[154] Jfr Broneus & Stattin (2022).
[155] Se Schmauch (2018), Artikel 17: lagkommentar.
[156] Se Ibid.
[157] Se Artikel 17.1 (2) MAR.
[158] Se Hansen (2017), s. 30–31.
[159] Se Finansinspektionen (2024).
[160] Jfr Artikel 17.4 (a-c) MAR.
[161] Se ESMA (2022), s. 5.
[162] Ibid.
[163] Ibid, s. 5.

grund för ett beslut om att skjuta upp offentliggörandet av informationen.[164] Riktlinjerna avseende 17.4 b MAR där ett omedelbart offentliggörande kan komma att vilseleda marknaden, uttrycker att informationen inte får avvika i större utsträckning från emittentens tidigare offentliggjorda meddelanden. Informationen får inte heller avse information om att emittentens finansiella mål inte kommer att uppnås, speciellt i det fall målen har offentliggjorts i ett tidigare skede. Informationen som skjuts upp får alltså inte strida mot marknadens förväntningar. Avseende konfidentialitetskravet som stadgas i 17.4 c MAR måste emittenten säkerställa att informationen som skjuts upp inte riskerar att nå marknaden innan informationen sedermera offentliggörs. Skyldigheten att hålla informationen konfidentiell kompletteras med Artikel 17.7 MAR som stipulerar att emittenten ska offentliggöra den uppskjutna informationen när kravet på konfidentialitet inte längre kan säkerställas.[165] Det åligger därtill emittenten att följa artikel 18 MAR på ett under perioden då insiderinformationen skjuts upp. Enligt den nyss nämnda artikeln ska emittenten föra bok över de personer i emittentens verksamhet som har tillgång till informationen. Det åligger även emittenten att direkt vid offentliggörandet av insiderinformationen rapportera den behöriga myndigheten om uppskjutandet. I den svenska kontexten ska därav finansinspektionen skriftligen underrättas med en förklaring avseende varför det var befogat att skjuta upp offentliggörandet.[166]

3.4 Artikel 7 och 17 MAR i relation till företagsobligationsmarknaden

Då aktier och obligationer, till sitt funktionssätt, är två vitt skilda finansiella instrument medför det en rad implikationer i relation till tolkningen av MAR. Speciellt hur tolkningen av Artikel 7 och 17 MAR ska göras av emittenter med enbart noterade obligationer. Exempelvis behöver en händelse som har en inverkan på priset på aktier nödvändigtvis inte ha en inverkan på priset på obligationer.[167] Som påpekats ovan är en obligation ett instrument som löper under en förutbestämd tid. Ett resultat av en sådan tidsbegränsning är att en innehavare av en obligation, sannolikt endast intresserar sig för händelser som kan påverka emittentens betalningsmöjligheter under själva löptiden. En aktieägare saknar en sådan förutbestämd tidsbegränsning. Innehavet av en aktie kan i princip sträcka sig över generationer och därav generera avkastning under lång tid. Det kan därmed tänkas att en investerare i en aktie är i behov av information som kan resultera i värdeminskning av aktien längre fram i tiden. Med den utgångspunkten kan det tänkas att en bedömning av vad som utgör prispåverkande information bör vara stramare avseende aktier än när bedömningen genomförs avseende obligationer. Information som påverkar priset på aktierna behöver således inte nödvändigtvis påverka priset på obligationerna.[168]

I ljuset av det som anförts har betydelsen av specifik natur som fristående rekvisit diskuterats i litteraturen.[169] I det fall informationen uppfyller rekvisitet väsentlig prispåverkan är den rådande uppfattningen att rekvisitet specifik natur även anses vara

[164] Ibid.
[165] Artikel 17.4 (c) och Artikel 17.7 MAR.
[166] Artikel 18 MAR och Artikel 17.4 (3) MAR.
[167] Se Borg (2024), s. 198.
[168] Jfr Lidman (2024), s. 222.
[169] Se Zackrisson (2023), Marknadsmissbruksförordningen artikel 7: Specifik natur och väsentlig inverkan på priset, Vinges affärsjuridiska uppsatser, s. 369 ff., som hänvisar till bland annat Hansen (2016).

uppfyllt.[170] Med den utgångspunkten har det i litteraturen anförts att den enskilda betydelsen av rekvisitet specifik natur inte ska överskattas. Det förklaras med att information som har en väsentlig inverkan på priset på det finansiella instrumentet sannolikt kommer vara av specifik natur om informationen inte redan är offentliggjord och direkt berör emittenten.[171] Utgångspunkten för analysen av när den icke betygsatta emittentens förändrade kreditrisk utgör insiderinformation blir därmed att fastställa, hur påtaglig förändringen i kreditrisk behöver vara innan den får en väsentlig inverkan på priset på obligationen.

Eftersom uppsatsens frågeställning ska besvara när den *icke betygsatta emittenten* ska identifiera och offentliggöra insiderinformation, är det nödvändigt att emittenten vet *hur* bedömningen ska genomföras. Den frågan kommer att redogöras under avsnitt 4 nedan. För att veta hur bedömningen ska genomföras, syftar nästa avsnitt till att beskriva vilken typ av information som normalt kan få en väsentlig inverkan på priset på emittentens obligationer.

3.5 Den förnuftiga investeraren och väsentlig prispåverkan

En utgångspunkt för en investering i en företagsobligation är att det råder förutsebarhet vid investeringen. När investeraren placerar sitt kapital i en obligation med fast ränta har obligationsinnehavaren haft möjlighet att beräkna sin avkastning innan investeringen genomfördes. Utifrån vad som sagts ovan avseende kreditriskpremiens betydelse, kan det därför argumenteras för att obligationsinnehavaren även haft en förväntansbild om emittentens kreditrisk. Antingen genom att det fanns ett kreditbetyg eller att kreditriskpremien exempelvis var omfattande. Om emittenten därmed inte offentliggör information som indikerar att en förändring av kreditrisken har aktualiserats, kommer obligationsinnehavaren till slut inneha en obligation som har prissatts felaktigt. Hade informationen varit offentliggjord får det förutsättas att en investerare hade använt sådan information för att ta ett välgrundat beslut.[172] Om den förändrade kreditrisken därmed indikerar att emittenten närmar sig fallissemang utgör det sannolikt information som den förnuftiga investeraren hade använt. Rimligtvis hade en investerare därmed inte investerat i obligationen om investeraren hade tillgång till information om att den var associerad med en högre risk för fallissemang. Åtminstone inte till det pris eller kompensation som obligationen emitterades till.[173]

Mot den bakgrunden är det nya informationspunkter om emittentens sannolikhet för fallissemang som får betydelse för prisbildningen på den sekundära marknaden och som därmed ska anses vara insiderinformation. Exempelvis eftersom en spekulant på sekundärmarknaden kan göra en vinst på mellanskillnaden av priset som investeringen gjordes till och det nominella belopp som förväntas återbetalas vid slutet av obligationens löptid.[174] Motsatsen kan anses gälla om emittentens ekonomiska utveckling sker i den takt

---

[170] Ibid.
[171] Ibid.
[172] Jfr skäl 14 MAR och Artikel 7.4 MAR.
[173] Jfr Zackrisson (2023), s. 368; Lidman (2024), s 246.
[174] Jfr Lidman (2024), s. 246; Landeman, Andrén, Hellesnes (2021), s. 61.

som kunde förutsättas vid investeringen. Då talar sannolikt mindre faktorer för att priset på obligationen kommer att förändras.

Sammanfattat påverkas prissättningen på obligationer utifrån risker kopplade till emittentens förmåga att återbetala investeraren enligt obligationsvillkoren.[175] Information som indikerar att emittenten inte kommer att kunna betala enligt obligationsvillkoren är därmed alltid insiderinformation. Det är dock inte alltid säkert att emittenten vet precis *när* tidpunkten för emittentens betalningsinställelse kommer att inträffa. Även förändringar i kreditrisken som inte leder till betalningsinställelse, men som förändrar kreditrisken avsevärt, utgör sannolikt prispåverkande information.[176]

I det här skedet av uppsatsen har den information som är nödvändig för uppsatsens analys presenterats. Vad som kan konstateras är att det kan finnas ett alternativt mått i obligationens konstruktion. Måttet verkar mäta marknadens syn på emittentens kreditrisk. Det har därtill framgått att information som förväntas ha en prispåverkan på en företagsobligation sannolikt visar på att emittenten rör sig närmre fallissemang. Det som kvarstår att utreda är när en förändring av kreditrisken förväntas att påverka priset på emittentens obligationer. Speciellt i den situation emittenten inte har ett kreditbetyg. I nästa avsnitt analyseras därmed den befintliga modellen för att bestämma när förändringar i emittentens kreditrisk, utgör insiderinformation. Ambitionen är att söka svar på om det alternativa måttet kan användas på ett liknande sätt, för att således bestämma när förändringar i den icke betygsatta emittentens kreditrisk, ska bedömas utgöra insiderinformation.

[175] Borg (2024), s. 198–199, Lidman (2024), s. 247.
[176] Lidman (2024), s. 250.

4 <u>När blir förändrad kreditrisk insiderinformation?</u>

4.1 Förklaringsmodell A: Den betygsatta emittenten:

Frågan *när*, förändrad kreditrisk, ska utgöra insiderinformation har alltså redan diskuterats av Lidman i den rättsvetenskapliga litteraturen. Utgångspunkten har då varit att emittenten redan har ett mått av sin kreditrisk, ett officiellt kreditbetyg, att förhålla sig till. Grundtanken är, som det får förstås, att den betygsatta emittenten har möjligheten att bedöma hur mycket förändringen kommer att avvika från den riskprofil som kreditbetyget speglar. Förändras kreditrisken till den grad att emittentens kreditbetyg förändras eller förväntas att förändras, utgör informationen om förändringen insiderinformation.[177]

Förklaringsmodellen förtjänar en djupare förklaring. Som jag förstår modellen så har den två delar. Den första delen baseras på vilka signaler en förändring av kreditbetyget, i regel får på emittentens utestående obligationer. Företagsekonomisk empiri har bevisat, att negativa förändringar av emittentens kreditbetyg, i princip alltid får en inverkan på obligationens pris. Den andra delen av bedömningen utgår från att emittenten uppskattar hur mycket kreditrisken kommer att förändras. Är förändringen stor nog att emittenten förstår att kreditbetyget kommer att ändras nedåt, utgör förändringen sannolikt prispåverkande information.[178] Kreditbetyget används därför som mått för hur mycket kreditrisken kan förändras innan ändringen får en prispåverkan på obligationerna.[179]

Kreditbetygets placering på kreditbetygskalan blir härmed avgörande för emittentens bedömning. Det beror på att emittenten med det *högsta kreditbetyget* i Investment Grade, förväntas få sitt kreditbetyg ändrat mer sällan. Emittentens höga kreditbetyg presumeras visa på en stabilitet i emittentens ekonomiska situation och att emittenten är långt ifrån fallissemang.[180] En *mindre* förändring av kreditrisken innebär därmed inte att emittenten löper någon större risk för att kreditbetyget ändras. En sådan emittent kan följaktligen uppleva förändringar i sin ekonomiska situation som inte leder till att kreditbetyget ändras eller förväntas att ändras. Förändringen måste därför vara av en viss betydelse för att kreditbetyget ska ändras. När en sådan förändring av den ekonomiska situationen bedöms vara av sådan betydelse, att kreditbetyget förväntas nedgraderas, är informationen i regel prispåverkande. Dock har en högt betygsatt emittent mer spelrum. Om det inte finns någon

---

[177] Se Lidman (2024), s. 250.

[178] Ibid, s. 253 not 852, där Lidman hänvisar till tillgänglig empiri som visar att förändringar I kreditbetyget i en nedåtgående riktning har påvisat en signifikant prispåverkan på obligationskursen; Katz (1974), The Price and Adjustment Process of Bonds to Rating Reclassifications: A Test of Bond Market Efficiency, The Journal of Finance 28 (2), s. 551; Grier & Katz (1976), The Differential Effects of Bond rating Changes Among Industrial and Public Utility Bonds by Maturity, The Journal of Business 49 (2), s. 226; hand, Holthausen & Leftwich (1992), The Effect of Bond Rating Agency Announcements on Bond and Stock Prices, The Journal of finance (47) , s. 733; Wansley, Glascock & Clauretie (1992), institutional Bond Pricing and Information Arrival: The Case of Bond Rating Changes, Journal of Business, Finance and Accounting 19 (5), s. 733. Hite & Warga (1997), The Effect of Bond-Rating Changes on Bond Price Performance, Financial Analysts Journal 53(3), s. 35; Steiner & heinke (2001), Event Study Concerning International Bond Price Effects of Credit Rating Actions, International Journal of Finace & Economics 6 (2), s. 139; May (2010), The Impact Of Bond Rating Changes On Corporate Bond Prices; New Evidence from the Over The Counter Market, Journal of Banking & Finance 34 (11), s. 2822.

[179] Ibid, s. 249.

[180] Se Landeman, Andrén, Hellesnes (2021), s. 74. avseende hur ofta en Investment Grade emittent får sitt kreditbetyg ändrat i förhållanden till en emittenten i Non Investment Grade.

faktisk risk för att nedgraderingen påverkar emittentens ekonomiska situation så kan sannolikt en annan bedömning göras. Emittenten måste i det läget vara skicklig på att bedöma sin egen ekonomiska situation. I alla andra lägen ska emittenten offentliggöra informationen om den förändrade kreditrisken för att efterleva artikel 7 och 17 MAR. [181]

Emittenten, med det *lägsta kreditbetyget* i Investment Grade, förväntas få sitt kreditbetyg ändrat oftare. Det beror på att emittentens låga kreditbetyg presumeras visa på en svagare ekonomisk situation och förväntas därmed vara närmre fallissemang. Det räcker därför med en mindre förändring i emittentens ekonomiska situation för att kreditbetyget ska ändras. Som ett resultat förväntas den lågt betygsatta emittenten att göra bedömningen att informationen i fråga är prispåverkande oftare.[182]

Sammanfattat har en emittent med ett kreditbetyg i den högre delen av Investment Grade bättre förutsättningar att klara av större förändringar i kreditrisken utan att det väsentligt påverkar emittentens kreditrisk. Det minimerar sannolikheten för att kreditbetyget skulle sänkas, vilket hade påverkat priset. Informationen om förändrad kreditrisk behöver därmed vara påtaglig för att den ska få en prispåverkan. Har emittenten ett lägre kreditbetyg gäller sannolikt motsatsen. Emittenten som har ett kreditbetyg i den lägre delen av Investment Grade eller Non Investment Grade bör därmed vara mer försiktig. En sådan emittent ska i regel inte göra bedömningar som resulterar i att emittenten avstår från att offentliggöra information om förändrad kreditrisk. [183]

Förklaringsmodell A för med sig stora fördelar. Emittenten har här en ledstjärna att bedöma förändringen i kreditrisken mot. Ledstjärnan är kreditbetyget som möjliggör emittenten att förstå hur en utomstående, i princip oberoende, aktör värderar emittentens kreditrisk.[184] Kreditvärderingsinstitutens förtroende på marknaden, som har stärkts i och med CRA-förordningen och som uttrycks av att vissa investerare endast investerar i Investment Grade obligationer, medför att emittenten kan vara mer eller mindre säker på att betyget är rättvisande.[185] I min mening är det därmed en fördel för emittenten att ha ett sådant mått till sitt förfogande. Speciellt i en situation där bedömningen måste göras skyndsamt.

4.1.1 Mina tankar om förklaringsmodellen

Förklaringsmodell A, belyser därför den *icke betygsatta emittentens* utmaning. Modellen är i min mening tydlig och användbar i den mån emittenten kan avgöra sin inneboende kreditrisk. Den förmedlar ett tydligt tankemönster, där högt betygsatta emittenter, förväntas bedöma information som insiderinformation mer sällan, medan lågt betygsatta emittenter förväntas bedöma mer information som insiderinformation. Situationen blir betydligt mer problematisk när ett sådant mått av kreditrisk saknas. I det fallet blir bedömningen närmast hypotetisk. Ingen objektiv betygsättare har ju lämnat sitt omdöme om den icke betygsatta emittentens kreditrisk. Huvuddelen i modellen, kreditbetyget,

[181] Se not 178.
[182] Se not 177; Landeman, Andrén, Hellesnes (2021), s. 74. avseende hur ofta en Investment Grade emittent får sitt kreditbetyg ändrat i förhållanden till en emittenten i Non Investment Grade.
[183] Se Lidman (2024), s. 250.
[184] Jfr ovan not 97 om den sk. *issuer pays- modellen*.
[185] Jfr ovan 2.7.

saknas alltså. Men bedömningen måste trots det genomföras. Sannolikt kan tankemönstret användas av icke betygsatta emittenter om ett *alternativt mått* av emittentens kreditrisk kan fastställas.

En betydande fördel med kreditbetyget är alltså att en utomstående part har värderat emittentens kreditrisk. Om syftet är att etablera ett alternativt mått, som finns tillgängligt för den icke betygsatta emittenten, torde en strävan vara att måttet ska likna kreditbetyget. När det alternativa måttet har hittats, blir nästa steg att förstå *om* och i så fall *när* förändringar av måttet förväntas får en prispåverkan. Därtill blir frågan; spelar det någon roll för bedömningen att emittenten har ett högt eller lågt alternativt mått? Slutprodukten måste vara att kunna fastställa vem som behöver vara mer vaksam i sin bedömning av vilken information som kan konstituera insiderinformation. [186]

En annan aspekt är att det alternativa måttet med fördel bör vara användarvänligt för den *icke betygsatta emittenten* i sin bedömning. Som jag uppfattar det finns det därmed *två alternativ* emittenten utan kreditbetyg kan välja mellan. Huruvida bedömningen som emittenten slutligen gör blir ändamålsenlig, beror såklart på genomförandet av det alternativ som emittenten slutligen väljer. Följande alternativ står därmed emittenten för handen.

Alternativ 1). emittenten väljer att uppskatta ett eget kreditbetyg, därav inkludera subjektiva åsikter om sin egen kreditvärdighet. Det innebär att en genomgående analys måste göras, vilket möjligtvis inte kan accepteras sett till tidsdräkten i artikel 17 MAR. Därtill förutsätter det att emittenten har den interna kapacitet som krävs för att genomföra en kreditanalys av sin verksamhet. Alternativ 2). emittenten väljer det ”alternativa måttet” och bedömer förändringen av kreditrisken mot en uppskattning om kreditriskpremien hade behövt förändrats på det sätt som ska beskrivas nedan.

4.2 Förklaringsmodell B: Den icke betygsatta emittenten

Frågan som därmed ska besvaras är vad som händer när emittenten saknar ett kreditbetyg. Hur ska emittenten lokalisera sin egen kreditrisk och göra den bedömning av insiderinformation som förväntas enligt artikel 7 och 17 Marknadsmissbruksförordningen? *Steg ett* blir att bestämma emittentens tillvägagångsätt för att fastställa sin kreditrisk. Syftet med ett sådant första steg är att identifiera informationen enligt artikel 7 MAR. *Steg två* blir att bedöma hur emittenten kan använda det alternativa måttet för att skyndsamt göra bedömningen av informationens eventuella prispåverkan enligt Artikel 17.

[186] Som ska diskuteras mer i nästa avsnitt, kan kreditriskpremien, som alternativt mått för emittentens kreditrisk, ändras mellan emissionsrundorna. Antagandet kan därmed vara att om emittentens kreditvärdighet sjunker, så kommer kreditriskpremien att stiga.

4.2.1 Alternativ 1: Ett uppskattat kreditbetyg

En förutsättning för en stabil ekonomisk situation är att emittenten förväntas att ha tillräckligt med likvida medel under hela obligationens löptid.[187] Faktorer som förväntad intjäningsförmåga, räntetäckningsgrad och skuldsättningsgrad blir därmed relevanta att ta med i ekvationen.[188] När bedömningen genomförs av emittenten själv förutsätter det att emittenten har den kompetensen som krävs. Kunskapen om kreditvärdering behöver i någon mån efterlikna kreditvärderingsinstitutets skicklighet. Även om emittenten endast använder kvantitativa mått i analysen, riskeras resultatet att påverkas av emittentens subjektivitet. Exempelvis har frågan om hur fastighetsbolag tar upp sina tillgångar till för höga eller missvisande värden diskuterats i litteraturen.[189] Om emittenten använder en redovisningsprincip som förskönar nyckeltalen skapas en osäkerhet avseende emittentens avsikt att vara objektiv. Resultatet, det mått som ska användas för bedömningen av vilken information som är prispåverkande, kan därmed påverkas negativt. Måttet ska därtill motiveras vara mer rättvisande än det mått som redan finns, det vill säga marknadens mått speglad i kreditriskpremien.

Om emittenten därmed ska genomföra en egen ”through the cycle” bedömning, det vill säga i princip uppskatta sitt eget kreditbetyg bör det därför ifrågasättas, utifrån det som sagts ovan, till vilken grad en sådan bedömning kan vara tillförlitlig.[190] Möjligtvis kan det laboreras med att den icke betygsatta emittenten ska göra en försiktig TTC bedömning. En sådan bedömning hade medfört att emittenten kan estimera förändringar i kreditrisken utifrån ett försiktigt uppskattat kreditbetyg. Samtidigt finns det en inneboende intressekonflikt som härleds från risken att emittenten inte har varit tillräckligt försiktig i sin egen TTC bedömning. En sådan bedömning kan resultera i ett för högt uppskattat betyg. Ju högre det uppskattade betyget blir, desto mer ligger det i farans riktning att emittenten inte gör bedömningen att förändringen i kreditrisk är påtaglig nog att vara insiderinformation.[191]

En emittent, som *eventuellt hade* fått en god bedömning av ett kreditvärderingsinstitut, kan välja att uppskatta sin kreditvärdighet lägre för att ”err on the right side of caution”. Då kommer emittenten bedöma att information som sannolikt inte kommer att få en väsentlig inverkan priset ändå är insiderinformation.[192] Eftersom ett lägre självskattat betyg skapar förutsättningar för att bedömningen genomförs mer frekvent, kan det argumenteras för att emittenten kommer bedöma mer information som prispåverkande. En sådan effekt kan vara att föredra.[193] En ”risk” med ett sådant synsätt kan dock vara att emittenten offentliggör för mycket information än vad emittenten hade gjort om kreditvärdigheten hade uttryckts högre av ett kreditvärderingsinstitut. Den som får lida av en sådan risk är dels emittenten, vars informationsgivningsbörda ökar. Dels marknaden, då informationen som offentliggörs kan vara irrelevant för investerarens beslutsunderlag.

---

[187] Jfr Landeman & Nordlund (2024), s. 342
[188] Ibid.
[189] Ibid s. 343.
[190] Jfr Lidman (2024), s. 250 not 841; där Lidman påpekar att en emittent utan kreditbetyg behöver uppskatta sin egen kreditrisk men att en sådan bedömning är något en emittent kan tänkas dra sig från att genomföra.
[191] Jfr Lidman (2024), s 250.
[192] Ibid, s. 236.
[193] Ibid s. 356.

Därtill bör det tas med i ekvationen att en emittent som uppskattar sitt eget kreditbetyg för lågt, i princip, kommer göra ”felaktiga bedömningar”. Den slutsatsen kan dras av att emittentens försiktigt uppskattade kreditbetyg inte motsvarar det kreditbetyg som emittenten skulle erhållit av ett officiellt kreditbedömningsinstitut. En effekt av en sådan ”felaktig bedömning” kan innebära att emittenten offentliggör information för ofta och därmed orsakar oroligheter på marknaden, så kallat ”noise”.[194] Här får en avvägning med hänsyn till ändamålstolkningen av offentliggörandeskyldigheten göras.

4.2.1.1 Tillfredsställer alternativ 1: steg ett och två?

Som utgångspunkt så tillfredsställer alternativ 1 *steg ett*. Emittenten kan uppskatta sitt eget kreditbetyg och därmed göra bedömningar av att viss information som tyder på en förändrad kreditrisk utgör eller inte utgör insiderinformation. Om emittenten är skicklig och inte överskattar sin kreditrisk kan tillvägagångsättet vara att föredra. Samtidigt kan det inte uteslutas att emittenten påvisar en motsatt effekt och i stället överskattar sin förmåga att bibehålla en tillräcklig god ekonomisk situation genom hela obligationslånets löptid. I en sådan situation riskerar emittenten att offentliggöra mindre information eftersom bolaget inte har rätt uppfattning av vilken information som den förnuftiga investeraren hade lagt till grund för sitt investerarbeslut.

Det blir därmed mer ambivalent att besvara *steg två*. En emittent som visar sig vara skicklig på att bedöma sin kreditrisk kommer därmed göra ändamålsenliga bedömningar av vilken information som ska anses vara prispåverkande och vilka som kan sorteras bort som irrelevanta. Samtidigt kan en emittent som är mindre bra på att uppskatta sin kreditrisk undanhålla marknaden relevant information. Även det fall där emittenten gör en försiktig bedömning kan utfallet slå fel. Samtidigt är sannolikt mer information från emittenten att föredra, även om det möjligen kan resultera i en stor mängd information för investerarna att bearbeta.[195]

Sammanfattningsvis kan inget tydligt svar ges. Det beror till stor del på emittentens genomförande hur ändamålsenlig informationsgivningen slutligen blir. Möjligtvis är därför ett alternativt mått, som inte är lika hypotetiskt, att föredra om syftet är att informationsgivningen ska vara så korrekt som möjligt.

4.2.2 Alternativ 2: Ett alternativt mått (kreditriskpremien)

Att kreditriskpremien skulle kunna fungera som ett alternativt mått till kreditbetyget har även det redan föreslagits i den juridiska litteraturen. Därmed är jag inte först ut att diskutera kreditriskpremien som ett alternativt mått till emittentens kreditbetyg. Något som möjligtvis får tala till min fördel.

Även om den amerikanska professorn Frank Partnoy inte diskuterar kreditriskpremien som ett verktyg för emittenter att efterleva Marknadsmissbrukslagstiftning, har Partnoy argumenterat starkt för premiens förmåga att spegla marknadens syn på emittentens kreditrisk.[196] Han påpekar att kreditriskpremien, rimligtvis tar höjd för all tillgänglig

[194] Se Broneus & Stattin (2022), s. 40.
[195] Jämför ovan avsnitt 3.3.3.
[196] Se Partnoy (1999), s. 641 ff.

information om emittenten, även information om en emittents eventuella kreditbetyg.[197] Eftersom kreditbetyget endast är ett objektivt utlåtande av emittentens kreditrisk, innebär det rimligtvis att marknaden beaktar utlåtandet när kreditriskpremien fastställs. Som investerare finns det, utifrån vad som sagts ovan om kreditbetyget, en god anledning att ta med betyget i sin egen analys av emittenten. Kreditbetyget är därmed, till stor del, närmast ett hjälpmedel för investerarens egen bedömning.[198] När ett sådant hjälpmedel inte finns att tillgå, är det därmed osannolikt att marknaden inte hade undersökt den icke betygsatta emittenten mer utförligt.

Utgångspunkten måste därmed vara att marknaden tar hänsyn till *all tillgänglig information* om emittenten innan investeringen sker.[199] Om investeraren på marknaden inte tycker att kreditriskpremien är tillräcklig i relation till risken, avstår rimligtvis investeraren. Om kreditriskpremien kompenserar tillräckligt, sker sannolikt investeringen. [200]

4.2.2.1 Vad innebär en förändring av det ”alternativa måttet”?

Som påpekats ovan, ska jag därför diskutera om emittentens *kreditriskpremie* kan användas som ett ”alternativt mått” för emittentens kreditrisk. Kreditriskpremien har potentialen att vara en ledstjärna eftersom premien, utifrån vad som precis sagts, i princip, är marknadens mått av emittentens kreditrisk.[201] En grundfråga blir därmed om en ändring av kreditriskpremien sker under samma eller liknande omständigheter som en ändring av kreditbetyget. För den betygsatta emittenten sker en ändring av kreditbetyget när det aktuella kreditbetyget inte motsvarar den nuvarande ekonomiska situationen.[202] Med andra ord, antingen när kreditrisken blivit större och emittenten är närmre fallissemang eller när kreditrisken blivit mindre och emittenten är längre ifrån fallissemang. Om kreditriskpremien ska kunna användas på ett liknande sätt behöver vi veta, dels vad som konstituerar en förändring av emittentens kreditriskpremie, dels när en sådan *förändrad* kreditriskpremie, i så fall hade konstituerat insiderinformation.

I min mening kan svaret på den första delfrågan finnas inom ramen för ett MTN program. Där kan kreditriskpremien ändras mellan emissionsrundorna. Om kreditriskpremien höjs, indikerar det att processen för att fastställa kreditriskpremien har påverkats av någon faktor avseende emittentens ekonomiska situation. Kreditriskpremien i den nya emissionsrundan motsvarar inte längre kreditriskpremien i den föregående.[203] Som påpekats tidigare är det marknadens investeringsvilja som till stor del påverkar storleken på kreditriskpremien. Investerarviljan i en obligation med hög risk för fallissemang får därmed anses öka när obligationen är förenad med en hög avkastning (hög

---

[197] Ibid, s. 659; som påpekar att *”The correlation between ratings and credit spreads could be a reflection that either the market is reacting to the informational content of credit ratings or credit ratings are reacting to the informational content of the market.”*.
[198] Jfr Landeman, Andrén, Hellesnes (2021), s. 76.
[199] Jfr Hansen (2016), s. 16.
[200] Jfr ovan 3.2.1.
[201] Jämför ovan 2.5.
[202] Jfr ovan 2.7.
[203] Rimligtvis kan en skillnad mellan kreditriskpremierna även utrönas mellan Stand Alone emissioner. Exemplet med MTN blir i min mening något mer sannolikt eftersom emittenten då förväntas att emittera med kortare mellanrum.

kreditriskpremie), än om samma obligation är förenad med en låg avkastning (låg kreditriskpremie).

Storleken på premien bör därmed ge en fingervisning om vilken obligation som täcker för en större respektive mindre risk för emittentens fallissemang. Situationen ställs på sin spets när investerarbasen kräver en högre kreditriskpremie vid emissionsrunda 2, inom ett MTN program, där alla övriga villkor är identiska med obligationen i emissionsrunda 1. I ett sådant fall har emittenten tillsammans med arrangören tvingats öka kreditriskpremien för att möta de nya investerarnas krav.[204] I exemplet är därtill en förutsättning, att den riskfria räntan (styrräntan eller STIBOR3M) inte har ändrats mellan emissionsrundorna. Om en sådan ändring aktualiseras hade kreditriskpremiens storlek naturligtvis blivit större eller mindre, beroende på vilken riktning som den riskfria räntan hade rört sig.[205]

Obligationsinnehavarna från emissionsrunda 1 skulle därför kunna dra slutsatser om sin investering utifrån den nya kreditriskpremiens storlek. Obligationsinnehavaren från emissionsrunda 1 har därmed ett incitament att sälja obligationen om kreditriskpremien i emissionsrunda 2 förväntas att stiga. Den nya premien motsvarar ju inte den riskpremie som obligationsinnehavaren accepterade att kompenseras med i och med sin investering i emissionsrunda 1. Då risken har blivit högre kommer de investerare som inte kan eller vill acceptera den nya kreditrisken, sannolikt att sälja obligationen. Marknaden, som vet att de kan investera i obligationer från emissionsrunda 2, väljer därmed sannolikt den mer avkastande obligationen. Obligationen från emissionsrunda 1 betalar ju mindre ränta än sin efterträdare, men till samma risk.[206] Det kan därmed tänkas att en förändrad kreditriskpremie, mellan två emissionsrundor men inom ett MTN program, där de två olika obligationerna är identiska, med undantag för kreditriskpremien och löptiden, kan utgöra information som den förnuftiga investeraren hade lagt till grund för sitt investeringsbeslut. [207]

Redan när emittenten får indikationer om att marknaden kräver en annan kreditriskpremie för att investera i en ny men identisk obligation, *kan* informationen vara prispåverkande. Avgörande blir sannolikt hur stor förändringen i kreditriskpremien blir. Exempelvis utgör en förändrad kreditriskpremie sannolikt inte insiderinformation när den redan utestående obligationen inom kort löper till återbetalning. Obligationsinnehavaren har i det läget, sannolikt, redan fått alla räntebetalningarna och väntar därmed endast på återbetalningen av det nominella beloppet.[208] Incitamentet att sälja obligationen kan därmed tänkas vara mindre.

---

[204] Jfr Wigfors & Montin (2024), s. 456; som diskuterar situationen, men inom ramen för frågan om likabehandling. Författarna är av uppfattningen att det inte föreligger någon likabehandlingsproblematik eftersom obligationerna emitteras med olika ISIN nummer, det vill säga, olika obligationslån.
[205] Jfr ovan 2.1.
[206] Jfr Wigfors & Montin (2024), s. 465–466.
[207] Jfr Hansen (2016), s. 16; Om the *total mix standard*. Exemplet är något konstlat men bevisar i min mening att ändringar i kreditriskpremien har potentialen förändra den befintliga uppfattningen investerarna har om sitt innehav. Som påpekas kan därmed den emittent som inte accepterar den nya kreditrisken, av förklarliga skäl, avyttra obligationen.
[208] Jfr Lidman (2024), s. 255 som diskuterar den identiska situation men i kontexten ”förändringar av kreditbetyget”.

Det ovan anförda är till stor del en teoretisk konstruktion. Men emittenten torde kunna tänka i termer om *hade kreditriskpremien fastställts lika högt/lågt om kreditriskpremien fastställdes idag beaktat den nya informationen*. Utifrån den frågeställningen kan emittenten sannolikt komma till en rimlig slutsats genom att ställa sig frågan om informationen är sådan som den förnuftiga investeraren hade använt som underlag inför sitt investeringsbeslut.[209]

En väsentlig skillnad som i det här skedet måste beaktas, är att en nedgradering av kreditbetyget faktiskt har bevisats ha en signifikant prispåverkan på emittentens obligationer.[210] Detsamma har, så vitt jag vet, inte bevisats avseende förändringar i kreditriskpremien. Artikel 7 MAR stipulerar dock endast att informationen *sannolikt* ska förväntas få en väsentlig inverkan på priset på emittentens obligationer för att konstituera insiderinformation. Eftersom det i exemplet ovan görs sannolikt att förändringar av kreditriskpremien sannolikt kommer att ha en väsentlig inverkan på priset på obligationerna, borde ledning tas från att informationen i en sådan situation kan konstituera insiderinformation den med. Om den avsedda förändringen är påtaglig och därmed avviker markant från den premie som tidigare speglat marknadens syn på emittentens risk, talar det för att befintliga investerare hade använt informationen.[211] En spekulant på sekundärmarknaden hade sannolikt inte investerat i obligationer från emissionsrunda 2 om priset inte var justerat därefter.[212] Det rationella investeringsbeslutet torde vara att välja den obligation som ger mest avkastning till lägst risk. Om det inte skiljer något avseende obligationernas risk kommer den obligation som genom premien ger lägst avkastning rimligen behöva kompensera med att obligationen säljs under det nominella beloppet.[213]

För att bedöma steg två, det vill säga om emittenten skyndsamt kan använda det alternativa måttet för att göra bedömningen behöver egenskaperna av en hög respektive låg kreditriskpremie fastställas. Det blir härmed relevant att se om en hög kreditriskpremie exempelvis kan motsvara ett lågt kreditbetyg. Därtill blir frågan; hur stor måste förändringen, för en emittent med en viss kreditriskpremie vara, innan den blir prispåverkande?

4.2.2.2 Vad är en hög respektive låg kreditriskpremie?

Mot den bakgrunden ska jag undersöka möjligheterna att omformulera kreditriskpremiens storlek till ett kreditbetyg.[214] Här har Partnoy exemplifierat hur en sådan övergång skulle kunna genomföras och därtill redogjort för lämpliga gränsvärden. Utifrån Partnoys skala utgörs gränsen för Investment Grade med 101 till 200 baspunkter över den riskfria räntan.

---

[209] Jfr Skäl 14 och artikel 7.4 MAR.
[210] Se ovan not 177.
[211] Jämför ovan not. 205.
[212] I och med det som sagts om förändringar av kreditriskpremien så blir frågan endast relevant när emissionsrunda 1 är noterad. Frågan är närmast teoretisk, men om emissionsrunda 1 inte noteras, vilket kan vara fallet, och emissionsrunda 2 noteras så finns det inget som säger att den kreditriskpremie som används i emissionsrunda 2, oavsett storlek, skulle utgöra insiderinformation. Emittenten omfattas ju först av MAR när någon av emissionsrundorna har noterats. Jfr ovan 3.3.1.
[213] Artikel 7.4 MAR.
[214] Partnoy (1999), s. 709.

Precis under Investment Grade hamnar kreditriskpremier motsvarande 201 till 400 baspunkter över den riskfria räntan.[215]

Notera att uppskattningen av kreditbetyget i det här läget sker på kvantitativa grunder som härleds från marknadens investerarvilja. Även om den här bedömningen blir något konstlad baseras den på en objektiv informationspunkt. Det får därmed anses minst godtycklig av de två alternativ som hittills diskuterats.[216] En emittent med en kreditriskpremie på 101 baspunkter över den riskfria räntan hade exempelvis motsvarat ett kreditbetyg på BBB- medan en emittent med en kreditriskpremie på 201 baspunkter skulle motsvara en Non Investment Grade emittent. Den emittent med en kreditmarginal motsvarande 201 baspunkter skulle därmed förväntas ha en mindre stabil ekonomisk situation.

Att notera är vilken storlek kreditriskpremien har i relation till vilket kreditbetyg den ämnar återspegla. Redan en kreditriskpremie på 100 baspunkter hade resulterat i ett kreditbetyg i Investment Grade men som är på gränsen till Non Investment Grade. Utifrån förklaringsmodell A, hade det medfört att emittenten ska bedöma även mindre förändringar i kreditrisken som insiderinformation. När kreditriskpremien är större får därmed samma princip anses gälla. Det är därmed endast emittenter med en kreditriskpremie motsvarande 0 till 100 baspunkter som utifrån Partnoy´s skala förväntas göra bedömningen att information om förändrad kreditrisk, i vissa fall, inte skulle konstituera insiderinformation.[217] De icke betygsatta emittenten med en kreditriskpremie över 101 baspunkter hade sannolikt bedömt relativt mycket information som prispåverkande.

Emittenten med en kreditrisk på mindre än 101 baspunkter måste därför göra en liknande bedömning som en emittent i den högre delen av Investment Grade. En sådan emittent kan därför ha ett större utrymme att bedöma informationen som irrelevant för den förnuftiga investeraren. Exempelvis hade emittentens kreditrisk behövts ändras markant för att kreditriskpremien inte längre skulle vara attraktiv. Motsatsvis hade en emittent med kreditriskpremie över 200 baspunkter behövt vara mer vaksam. Skalan är därmed överensstämmande med den presumerade risken för emittenternas fallissemang. Därmed är det i min mening ändamålsenligt att använda skalan för att ge emittenten vägledning. Eftersom kreditbetyget som mått är illustrerande hade en omformulering fungerat på ett liknande vis. Den stora fördelen är således att emittenten inte gör chansartade och möjligtvis godtyckliga bedömningar av sin egen kreditrisk. Antagandet är att det i sin tur leder till att relevant information når marknaden vilket bidrar till en effektivare marknad.

4.2.2.3 Är kreditriskpremien tillförlitlig som informationspunkt?

I syfte att konstituera ett mått av emittentens kreditrisk verkar kreditriskpremien ge en lämplig fingervisning av emittentens kreditrisk på emissionsdagen. Men att kreditriskpremien skulle ersätta det objektiva kreditbetyget brister sannolikt i att

[215] Partnoy (1999), s. 709.
[216] Den naturliga invändningen är att emittenten i Alternativ 1 såklart tar med kreditriskpremiens storlek i sin bedömning. I min mening måste dock osäkerheten om hur mycket av den egna *kvalitativa* förmågan som tas med i den totala sammanvägningen. Därmed så får Alternativ 1 i min mening anses mer godtyckligt.
[217] Jfr Lidman (2024), s. 249–250 och Partnoy (1999), s. 709.

kreditriskpremien inte representerar den objektivitet som ett kreditbetyg ska medföra.[218] Samtidigt är inte frågan vilket alternativt mått av kreditrisk som är det ”nya kreditbetyget” för samtliga emittenter att använda sig av. Frågan är väl närmast om det finns ett *habilt* alternativt mått till det mest optimala måttet, kreditbetyget

Det som har beskrivits ovan i avsnitt 4.2.2.1 och 4.2.2.2 ger dock uttryck för en optimal situation där emittentens kreditriskpremie är neutral. Eftersom världsekonomin sällan tillåter marknaden att vara fri från konjunkturmässig påverkan ska något sägas om kreditriskpremien när emissionen sker i lågräntemiljöer. I ett sådant läge måste en *påverkad premie* hanteras.

4.2.2.4 Kreditriskpremiens betydelse som alternativt mått i lågräntemiljöer

Ovan har påpekats att emittentens kreditriskpremie kan påverkas av en abnormt hög efterfrågan under vissa i tiden utpekade perioder.[219] I det fall emittenten är medveten om att efterfrågan på emittentens obligation pressat ner kreditriskpremien, kan emittenten sannolikt inte lita på sin kreditriskpremie. I sådana fall får emittentens nyckeltal beaktas parallellt för att utröna en så objektiv riskprofil som möjligt.[220]

Här blir emittentens bransch och verksamhetstyp relevant.[221] Exempelvis om emittenten befinner sig i en bransch där emittenter sällan eller aldrig får ett betyg i Investment Grade på grund av den bristande förmågan att hålla en stabil kreditrisk genom hela konjunkturcykeln. I det läget spelar det sannolikt ingen roll om kreditriskpremien pressats ned på grund av hög efterfrågan, speciellt om obligationens löptid sträcker sig genom en hel förväntad konjunkturcykel. Om obligationens löptid däremot är kortare får en sådan emittent beakta sin kreditrisk utifrån tidigare erfarenheter av hur den ekonomiska situationen kommer att förändras genom konjunkturcykeln. En sådan emittent bör därmed som utgångspunkt *generellt* vara mer försiktig avseende sin informationsgivning, eftersom branschens riskfylldhet normalt hade omöjligort den kreditriskpremie som emittenten i och med ränteläget har kunnat emittera till.[222]

Med det sagt är det inte alla icke betygsatta emittenter som befinner sig i sådana osäkra branscher. Befinner sig emittenten i en bransch som bedöms vara stabil genom hela konjunkturcykeln får därmed en nedpressad kreditriskpremie sannolikt en mindre betydelse som mått för emittentens kreditrisk. I själva verket emitterar sannolikt den emittenten *alltid* med en låg kreditriskpremie. Med andra ord kan en emittent i en mer stabil bransch sannolikt förväntas göra mindre bedömningar även i det fall emittentens kreditriskpremie pressats ner av hög efterfrågan.[223]

---

[218] Jfr ovan om CRA-förordningen ovan vid 2.7.
[219] Se Bonthron (2014), s. 5.
[220] Jämför ovan 2.3 där betydelsen av emittentens kapitalstruktur för att bestämma kreditrisken uppmärksammas.
[221] Se ovan 2.3.
[222] Jfr Landeman, Andrén, Hellesnes (2021), s. 86.
[223] Ibid.

Det kan därmed tänkas att en emittent i exempelvis tjänstesektorn[224], med en osäker intjäningsförmåga under obligationsvillkorens löptid, kombinerat med en hög belåningsgrad, ska anses ha en hög kreditrisk. Om en sådan emittent kan emittera obligationer med en låg kreditriskpremie talar det sannolikt för att situationen är speciell. En sådan emittenten bör som huvudsak, i min mening, vara vaksam även över små förändringar av kreditrisken, oavsett vad kreditriskpremien visar.

Det som sagts ovan talar följaktligen för att en nedpressad kreditriskpremie inte kan anses utgöra normalfallet. En sådan möjlighet, att erbjuda investerarna mindre kompensation för sin kreditrisk i lågräntemiljöer möjliggörs av en förhöjd efterfrågan på avkastning. Det nyss sagda förutsätter att marknaden befinner sig i de lågräntemiljöer som existerat det senaste decenniet. I en sådan miljö, där det är hög efterfrågan på högavkastande obligationer, behöver emittenten inte emittera med en hög kreditriskpremie. När räntan på en statsobligation är 0% blir därmed det ränteinstrument som ger någon som helst avkastning mer intressant än det ”säkra alternativet”.[225] Den situation som möjliggjort en sådan räntemiljö får i min mening historiskt sett, anses vara närmast en abnormitet. Den negativa styrräntan infördes exempelvis för första gången någonsin i mitten av tiotalet vilket får tala för dess extraordinära natur.[226] Det var därmed en situation som inte har förekommit i stor utsträckning tidigare och som inte kan sägas gälla till lika stor utsträckning idag.[227] Som utgångspunkt måste därmed grunden för förändringar av kreditriskpremien utgöras av marknadens investeringsvilja i obligationen i förhållande till emittentens inneboende kreditrisk. Endast i undantagsfall speglar kreditriskpremien inte en kompensation för kreditrisken.

4.2.2.5 Tillfredsställer alternativ 2: steg ett och två?

Mot bakgrund av föregående avsnitt är svaret på frågan är närmast ja. Kreditriskpremiens förmåga, när den tillkommit under normala förhållanden, ger emittenten en snabb och tydlig fingervisning av sin egen kreditrisk. Den är i min mening godtagbar som mått när vedertagna alternativ för att mäta emittentens kreditrisk saknas. Därtill visar omvandlingen av kreditriskpremien enligt steg 2 på att majoriteten av emittenter som har en kreditriskpremie över 101 baspunkter ska göra försiktiga bedömningar. Sannolikt emitterar fler icke betygsatta emittenter med en marginal över 101 baspunkter vilket gör att flertalet emittenter behöver inta en försiktig inställning till förändringar av kreditrisken. Det kan därmed tänkas att hypotesen kring förändringen av kreditriskpremien mellan två MTN program inte behöver vara särskilt stor för att vara prispåverkande. Speciellt när en emittenten med en kreditriskpremie motsvarande 101 baspunkter gör bedömningen.

---

[224] Vilket är en bransch där emittenten ofta har få reella tillgångar i jämförelse med exempelvis fastighetsbranschen. Det finns därmed mindre tillgångar att realisera för borgenärernas räkning om emittentens intjäningsförmåga skulle riskeras under obligationens löptid. Jfr Landeman, Andrén, Hellesnes (2021), s. 86.
[225] Bonthron (2014), s. 5.
[226] Se Riksbanken.se/Negativ reporänta införs.
[227] Se Sandstedt (2021), s. 16 f.

4.3 Sammanfattande reflektioner

Sammanfattningsvis kan konstateras att ett fritt uppskattat kreditbetyg beaktar kapitalstrukturens kvantitativa uttryck, men ger därtill ger utrymme för kvalitativa inslag. Därmed kan en i teorin dålig kapitalstruktur förskönas genom att emittenten överskattar sin egen operativa förmåga att driva företaget. Det är en parameter som kan ha en negativ inverkan för strävan mot en korrekt efterlevnad av MAR. Det första alternativet bör således, i min mening, undvikas. En användning av kreditriskpremien medför att *marknadens bedömning* av emittentens kapitalstruktur används. Det bidrar till mer objektivitet än alternativ ett, samtidigt som emittenten inte gör egna kvalitativa bedömningar om sig själv. Med andra ord utgör alternativ 2 ett *"färdigt mått"*. Marknadens bedömning av kapitalstrukturen är därför, efter vad som påvisats, mer objektiv än emittentens egen bedömning av kapitalstrukturen.

I syfte att hitta ett alternativt mått till kreditbetyget, verkar kreditriskpremien uppfylla de väsentliga kriterierna. Det är även i linje med investerarskyddet på aktiemarknaden att emittenten utgår från marknadens behov av information för att minska informationsasymmetrier. En sådan slutsats torde även resultera att emittenten offentliggör den relevanta informationen som investeraren på marknaden sannolikt hade använt i sitt investeringsunderlag. En sådan bedömning följer även den redan befintliga modellen för emittenter med ett kreditbetyg som föreslagits i litteraturen av Lidman. Modellen som redogjorts för i den här uppsatsen extrapolerar därför redan existerande rättsvetenskaplig litteratur för det typfallet där emittenten saknar ett kreditbetyg.

5 Avslutning

Kreditbetyget har en stor betydelse som objektivt mått för bedömningen av emittentens förändrade kreditrisk. Betyget har därför fått tjäna som förebild när ett alternativt mått ska fastställas för emittenter som saknar kreditbetyg. Det har därför påvisats att det finns skäl att försöka hitta ett alternativt mått till kreditbetyget. Genomgående i uppsatsen har därmed två olika alternativa mått diskuterats. I slutändan konstaterades att kreditriskpremien är ett sådant alternativt objektivt mått som fungerar mest adekvat för den icke betygsatta emittentens bedömning av vilken information som förväntas vara prispåverkande.

Att avgöra *när en emittent med noterade obligationer, utan noterade aktier, utan kreditbetyg ska identifiera och offentliggöra information om förändrad kreditrisk* har därmed besvarats med en förklaringsmodell. Icke betygsatta emittenter, med en kreditriskpremie över 101 baspunkter, kan förvänta sig att även mindre förändringar i emittentens kreditrisk, kan medföra prispåverkan på emittentens obligationer. Icke betygsatta emittenter, med ingen eller en kreditriskpremie under 101 baspunkter, kan möjligtvis göra bedömningen att vissa förändringar i kreditrisken, inte kommer vara prispåverkande.

Att klarlägga är, att det åligger emittenten själv att göra sina egna bedömningar om vad som ska anses vara insiderinformation eller inte. Dock måste bedömningen göras på ett korrekt sätt för att marknaden ska ges tillgång till relevant information. Det är följaktligen en förutsättning för marknadseffektiviteten att den icke betygsatta emittenten har verktygen som krävs för att genomföra bedömningen. Genom att använda sig av ett mått av kreditrisk som till stor del har fastställts av investerarbasens krav på ersättning, ger det en fingervisning av hur mycket emittentens kreditrisk får förändras. Om emittenten kan prognostisera att förändringen i kreditrisken är så pass påtaglig, att emittenten kommer att behöva emittera obligationer, med samma obligationsvillkor, men till en högre kreditriskpremie, kan informationen förväntas konstituera insiderinformation.

Att kreditriskpremien alltid utgör ett tillförlitligt mått av den icke betygsatta emittentens kreditrisk får mot bakgrund av vad som diskuterats anses som tveksamt. I det fall emittenten är osäker, får kreditriskpremien som objektivt mått, vägas mot de kvantitativa informationspunkter som emittenten kan utröna från sin verksamhet. Emittenten får i det fallet en överblick om vilken riskprofil som är gällande. I min mening får en sådan bedömning anses vara det lämpligaste valet då alternativet sannolikt konstituerat i godtyckliga bedömningar som bevisligen kunnat undvikas.

Målet med uppsatsen har därtill syftat till att belysa den ”icke betygsatta emittenten” som utgör nästan hälften av Sveriges emittenter av företagsobligationer. Jag såg ett skäl att utreda hur en så stor del av Sveriges emittenter ska agera när situationen som uppsatsens frågeställning aktualiserar ställs på sin spets. Ju mer den svenska företagsobligationsmarknaden växer, desto mer emittenter kommer att ställas inför de scenarier som uppsatsen avsett att belysa. Det är därmed önskvärt att fler företagsobligationsmarknadsrättsliga frågor underkastas prövningar, för att säkerställa en framtida marknad där effektiv kapitalallokering kan fortsätta att råda.

Källförteckning:

Offentliga tryck: Sverige

Aktiebolagslag (2005:551).

Lag (2007:528) om Värdepappersmarknaden.

Lag (2011:1269) om Investeringssparkonto.

Offentliga tryck Europeiska Unionen

Förordningar

Europarlamentets och rådets förordning (EU) 2017/1129
av den 14 juni 2017 om prospekt som ska offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel på en reglerad marknad, och om upphävande av direktiv 2003/71/EG. (Cit. Prospektförordningen).

Europarlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 av den 16 april 2014 om marknadsmissbruk (marknadsmissbruksförordning) och om upphävande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG och kommissionens direktiv 2003/124/EG, 2003/125/EG och 2004/72/EG. (Cit. MAR).

Europarlamentets och rådets förordning (EU) nr 600/2014 av den 15 maj 2014 om marknader för finansiella instrument och om ändring av förordning (EU) nr 648/2012 (Text av betydelse för EES). (Cit. Mifir).

Europarlamentets och rådets förordning (EU) nr 462/2013 av den 21 maj 2013 om ändring av förordning (EG) nr 1060/2009 om kreditvärderingsinstitut. (Cit. CRA-förordningen).

Direktiv

Europarlamentets och rådets direktiv (EU) 2004/109/EG av den 15 december 2004 om harmonisering av insynskraven angående upplysningar om emittenter vars värdepapper är upptagna till handel på en reglerad marknad och om ändring av direktiv 2001/34/EG. (Cit. Öppenhetsdirektivet).

Europarlamentets och rådets direktiv (EU) 2014/65/EU av den 15 maj 2014 om marknader för finansiella instrument och om ändring av direktiv 2002/92/EG och av direktiv 2011/61/EU (omarbetning) (Text av betydelse för EES). (Cit. MiFID II).

Riktlinjer:

ESMA, 2022, Riktlinjer för marknadsmissbruksförordningen: uppskjutet offentliggörande av insiderinformation och inverkan på tillsyn. (Cit. ESMA (2022).

Litteratur

Andrews, Oskar, 2022, Borgenärskollektiv, Jure förlag. (Cit. Andrews (2022)).

Akerlof, Georg, (1970), The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism, The quarterly Journal of Economics 84 (3). (Cit. Akerlof (1970)).

Bergström, Carl. Fredrik., & Hettne, Jörgen. (2014). *Introduktion till EU-rätten* (1. uppl.). Studentlitteratur (Cit. Bergström & Hettne (2014)).

Broneus, Sandra., & Stattin, Daniel. (2022). *Marknadsinformation och marknadsmissbruk*. Norstedts juridik (Cit. Broneus & Stattin (2022)).

Borg, Mikael, 2024, Några observationer från en rådgivare i Regelfrågor på den svenska företagsobligationsmarknaden, Jure förlag. (Cit. Borg (2024)).

Bonthron, Fredrik, 2014, Utvecklingen på den svenska marknaden för företagsobligationer, Sveriges Riksbank, Ekonomiska kommentarer, Nr 7. (Cit. Bonthron (2014)).

Chen, Kelly, 2024, Intressekonflikter på företagsobligationsmarknaden i Regelfrågor på den svenska företagsobligationsmarknaden, Jure. (Cit. Chen (2024)).

Grier, Paul & Katz, Steven (1976), The Differential Effects of Bond rating Changes Among Industrial and Public Utility Bonds by Maturity, The Journal of Business 49 (2), s. 226; hand. (Cit. N/A).

Hansen, J. L. (2017). Issuers' duty to disclose inside information. *ERA-Forum*, *18*(1), 21–39. https://doi.org/10.1007/s12027-017-0454-7. (Cit. Hansen (2017)).

Hansen, Jesper Lau, Say When: When Must an Issuer Disclose Inside Information? (September 19, 2016). Nordic & European Company Law Working Paper No. 16-03, University of Copenhagen Faculty of Law Research Paper No. 2016-28, hämtad 2024-12-15: http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2795993. (Cit. Hansen (2016)).

Hite, Gailen & Warga, Arthur (1997), The Effect of Bond-Rating Changes on Bond Price Performance, Financial Analysts Journal 53(3). (Cit. N/A).

Holthausen, Robert W. & Leftwich, Richard W. (1992), The Effect of Bond Rating Agency Announcements on Bond and Stock Prices, The Journal of finance (47). (Cit. N/A).

Häger, Johan, Eriksson, Niklas, Eriksson, Anton, (2024), Nästa steg för den svenska företagsobligationsmarknaden i Regelfrågor på den svenska företagsobligationsmarknaden, Jure förlag. (Cit. Häger, Eriksson, Eriksson (2024)).

Johansson, T, 2013, Search for yield – En jakt på avkastning I en lågräntemiljö, Sveriges Riksbank, Ekonomiska kommentarer, Nr 4. (Cit. Johansson, (2013)).

Kalss, Sussanne., Oppitz, Martin., & Torggler, Ulrich. (2021). *EU Market Abuse Regulation: A Commentary on Regulation (EU) No 596/2014* (1st ed.).

Katz, Steven (1974), The Price and Adjustment Process of Bonds to Rating Reclassifications: A Test of Bond Market Efficiency, The Journal of Finance 28 (2), s. 551; (Cit. N/A).

Lidman, Erik, 2024, Företagsobligationsmarknadsrätt, Nordstedts Förlag. (Cit. Lidman (2024)).

Lidman, Erik., Andersson, André., Andrews, Oscar., (2024), Stockholm Centre for Commercial law, & Swedish Corporate Governance Institute. *Regelfrågor på den svenska företagsobligationsmarknaden*. Jure. (Citeras med den relevanta artikelförfattaren i antologin).

Lidman, Erik. (2023). Utvecklingen på den svenska marknaden för företagsobligationer och eventuella regleringsbehov. *Nordisk Tidsskrift for Selskabsret*,(1). (Cit. Lidman (2023)).

Landeman, Louis och Nordlund, Bo (2024), Finansiell genomlysning på obligationsmarknaden, särskilt om fastighetsbolag i Regelfrågor på den svenska företagsobligationsmarknaden, Jure förlag. (Cit. Landeman & Nordlund (2024)).

Landeman, Louis., Andrén, David., & Hellesnes, Christoffer. (2021). *Företagsobligationer: från AAA till konkurs* (Andra upplagan, inklusive hållbara investeringar och rekonstruktioner). Ekerlids förlag. (Cit. Landeman, Andrén, Hellesnes (2021)).

May, Anthony D. (2010), The Impact Of Bond Rating Changes On Corporate Bond Prices; New Evidence from the Over The Counter Market, Journal of Banking & Finance 34 (11). (Cit. N/A).

Mellqvist, Mikael., & Welamson, Lars. (2022). *Konkurs och annan insolvensrätt* (Trettonde upplagan). Norstedts juridik. (Cit. Mellqvist & Wellamson (2022)).

Nostell, Nils, (2024), Obligationsprospekt – överlevnadsguide i ett snårigt regelverk i Regelfrågor på den svenska företagsobligationsmarknaden, Jure förlag. (Cit. Nostell (2024)).

Nääv, Maria., & Zamboni, Mauro. (2018). *Juridisk metodlära* (Andra upplagan). Studentlitteratur. (Cit. Nääv & Zamboni (2018)).

Partnoy, Frank, The Siskel and Ebert of Financial Markets? Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies, Washington University Law Quarterly, vol. 77, no. 3, 1999. s. 681 ff. (Cit. Partnoy (1999)).

Peczenik, Aleksander. (1995). *Vad är rätt? : om demokrati, rättssäkerhet, etik och juridisk argumentation* (1. uppl.). Fritze. (Cit. Peczenik (1995)).

Schmauch, Magnus. (2018). *EU:s marknadsmissbruksförordning m.m : en kommentar* (Upplaga 1). Norstedts Juridik. (Cit. Schmauch (2018)).

Sjöman, Erik, (2023) *Förtroende och effektivitet i kapitalmarknadsrätten* | *SvJT*, s. 885. (Cit. Sjöman (2023)).

Steiner, Manfred & Heinke, Volker G. (2001), Event Study Concerning International Bond Price Effects of Credit Rating Actions, International Journal of Finace & Economics 6 (2). (Cit. N/A).

Stejmar, Ulf, Wollert, Stephan, Riksbankens företagsobligationsköp och perspektiv på marknaden i Regelfrågor på den svenska företagsobligationsmarknaden (Jure). (Cit. Stejmar & Wollert (2024)).

Verständig, Aron (2014), EU-rättslig reglering av kredit- värderingsinstitut | SvJT. (Verständig (2014)).

Veil, Rudiger., & Schweiger, Rebecca. (2022). *European capital markets law* (Third edition.). Hart Publishing. (Cit. Veil (2022)).

Ventoruzzo, Marco., & Mock, Sebastian. (2021). *Market abuse regulation : commentary and annotated guide* (Second edition.). Oxford University Press. (Cit. Ventoruzzo & Mock (2021)).

Wansley, James, Glascock, John L & Clauretie, Terence M (1992), Institutional Bond Pricing and Information Arrival: The Case of Bond Rating Changes, Journal of Business, Finance and Accounting 19 (5). (Cit. N/A).

Wigfors, Martin och Montin, Joel, (2024) Likabehandling på obligationsmarknaden i Regelfrågor på den svenska företagsobligationsmarknaden, Jure. (Cit.Wigfors & Montin 2024)).

Zackrisson, Jesper (2023) Marknadsmissbruksförordningen artikel 7: Specifik natur och väsentlig inverkan på priset, Vinges affärsjuridiska uppsatser. (Cit. Zackrisson (2023)).

Internetkällor

Conflicts of Interest and Associated Conduct Risks during the Debt Capital raising Process, Final Report, The board of International Organization of Securities Commission (IOSCO), FR08/2020, September 2020, https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD661.pdf, hämtad 2024-12-15. (Cit. IOSCO (2020)).

Finansiella stabilitetsrådet Fi 2013, Obligationsmarknaderna en kartläggning: https://www.regeringen.se/globalassets/regeringen/dokument/finansdepartementet/pdf/protokoll-fran-finansiella-stabilitetsradets-moten/ovrigt-publicerat/obligationsmarknaderna--en-kartlaggning.pdf, hämtad 2024-12-15. (Cit. Stabilitetsrådet, (2013)).

Finansinspektionens frågor och svar om insiderinformation 2024, https://www.fi.se/contentassets/3c85228438a048c799fc93d94db113bc/fragor-och-svar-om-insiderinformation-20240314.pdf, hämtad 2024-12-15. (Cit. Finansinspektionen (2024)).

Moody's Market Implied Ratings: Description and Methodology, 2024 https://www.moodys.com/sites/products/ProductAttachments/MIR_Methodology.pdf?WT.z_referringsource=mir_static_meth, hämtad 2024-12-15. (Cit. Moody´s (2024)).

Nasdaq Stockholm, Rulebook for Issuers of Fixed Income Instruments, Stockholm 2022, https://www.nasdaq.com/docs/2023/05/31/Nasdaq_Stockholm_Main_Market_Fixed_Income_Rulebook%20_1_July_2023.pdf, hämtad 2024-12-15. (Cit. Nasdaq emittentregler).

Nordic Growth Market, Rules for issuers whose financial instruments are admitted to trading on Main Regulated, https://www.ngm.se/hubfs/Exchange%20Rules%20-%20Main%20Regulated.pdf, hämtad 2024-12-15. (Cit. NGM emittentregler).

Sandstedt, Olof, Vägen till en bättre fungerande företagsobligationsmarknad, Riksbanksstudie nr. 3 2021, Sveriges Riksbank, Stockholm 2021, https://www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/riksbanksstudie/svenska/2021/vagen-till-en-battre-fungerande-foretagsobligationsmarknad.pdf, hämtad 2024-12-15. (Cit. Sandstedt (2021)).

Svensk Värdepappersmarknad, Standard Terms and Conditions for Bonds, version 4.0, Stockholm 2022, https://svenskvardepappersmarknad.se/wp-content/uploads/2022/04/SSMA-Standard-Terms-and-Conditions-for-Bonds-v.-4.0-April-2022.docx, hämtad 2024-15-12. (Cit. SSMA-villkoren).

Svensk Värdepappersmarknad, Svensk Värdepappersmarknads rekommendation om transparens på den svenska obligationsmarknaden, Stockholm 2020, https://svenskvardepappersmarknad.se/wp-content/uploads/2020/11/SVPM-Rekommendation-om-transparens-p%C3%A5-obligationsmarknaden-nov-2020.pdf, hämtad 2024-12-15. (Cit. Svensk Värdepappersmarknad (2020)).

OECD (2024), *The Swedish Corporate Bond Market: Challenges and Policy Recommendations*, OECD Publishing, Paris, https://doi.org/10.1787/7ff1a6ce-en. (Cit. OECD (2024)).

OECD (2021), *The Future of Corporate Governance in Capital Markets Following the COVID-19 Crisis*, Corporate Governance, OECD Publishing, Paris, https://doi.org/10.1787/efb2013c-en, hämtad 2024-11-15. (Cit. OECD (2021)).

Riksgälden. (n.d.). *Kreditbetyg*. Riksgälden.se. https://www.riksgalden.se/sv/var-verksamhet/statens-upplaning/svenska-staten-som-emittent/kreditbetyg/, hämtad 2024-12-15. (Cit. Riksgälden.se/Kreditbetyg).

Flight to quality Definition. (n.d.). Nasdaq. https://www.nasdaq.com/glossary/f/flight-to-quality , hämtad 2024-12-15. (Cit. Nasdaq.com/Flight to quality).

Sveriges Riksbank. (n.d.). *Negativ reporänta införs*. https://www.riksbank.se/sv/om-riksbanken/historia/historisk-tidslinje/2000-2018/negativ-reporanta-infors/ - hämtad 2024-12-10. (cit. Riksbanken – Negativ Reporänta införs).

Riksbank, (2023), *Stibor*. Sveriges Riksbank. https://www.riksbank.se/sv/statistik/rantor-och-valutakurser/forklaringar---rantor-och-valutakurser/svenska-marknadsrantor/stibor/, hämtad 2024-12-15. (Cit. Riksbank (2023)).

Riksbank, (2024). *Styrränta (tidigare reporänta), in- och utlåningsränta*. Sveriges Riksbank. https://www.riksbank.se/sv/statistik/rantor-och-valutakurser/styrranta-in--och-utlaningsranta/, hämtad 2024-12-15. (Cit. Riksbanken (2024)).

EU- Domstolen

EU domstolens dom C-19/11, Markus Geltl mot Daimler AG & C-28/13 p. 29.

EU domstolens dom C-628/13, Jean Bernard Lafonta mot Autorié des marchés financiers.

Högsta Domstolen

Högsta domstolen PT B 3687-22.