

Om jäv vid fordringshavarmöten som genomförs i enlighet med Svensk Värdepappersmarknads mallvillkor för företagsobligationer*

OSKAR ANDREWS**

Under ett företagsobligationslåns löptid kan behov uppstå att ändra lånevillkoren eller fatta andra beslut i frågor med koppling till obligationslånet. Eftersom fordringshavarna kan vara många och det därmed kan vara svårt att erhålla nödvändiga godkännanden till önskade ändringar/beslut, tillhandhåller Svensk Värdepappersmarknads mallvillkor för företagsobligationer ("SVPM-villkoren") en ordning som är baserad på ett majoritetsbeslutsfattande. Beslutsmodellen innebär att en viss majoritet av fordringshavarna har möjlighet att utöva makt över en minoritet av fordringshavarna. Som vid all annan maktutövning som vilar på majoritetsprincipen finns det en risk för att enskilda fordringshavare utövar sin rösträtt på ett sätt som syftar till att skydda eller främja personliga intressen snarare än det intresse som utgör ändamålet för fordringshavarnas samverkan. För att motverka sådant agerande innehåller SVPM-villkoren en särskild jävsfigur. I artikeln undersöks denna figurs räckvidd samt vad som gäller i sådana fall när obligationslånevillkor helt eller delvis saknar jävsregleringar. Författaren finner genom studien stöd för att SVPM-villkorens jävsfigur kompletteras av en oskriven sådan som har sin grund i allmänna associations- och kontraktsrättsliga principer om lojalitet.

* Denna text har genomgått vetenskaplig expertgranskning (peer review).

** Jur.dr, MBA, och verksam vid Stockholm Center for Commercial Law (SCCL), Stockholms universitet. Även verkställande direktör för DNB Finans AS, filial Sverige samt f.d. chefsjurist för DNB Bank ASA:s svenska verksamhet. De ståndpunkter som läggs fram i artikeln är författarens egna och ska inte i något avseende tillskrivas dennes arbetsgivare. – Författaren har haft förmånen att diskutera vissa delfrågor som behandlas i artikeln med f.d. justitierådet Stefan Lindskog, professor Niklas Arvidsson, advokaterna Fredrik Elmér och Per Henriksson samt jur.kand. Sara Olsson vid Handelsbanken Debt Capital Markets respektive seniorjuristen Therese Mårtensson vid Svensk Värdepappersmarknad. För detta framför jag mitt varmaste tack. För eventuella felaktigheter och andra tillkortakommanden i artikeln svarar författaren dock ensam. – I artikeln beaktas rättsläget per den 31 januari 2026.

1. Inledning; rättsliga utgångspunkter, typfall av intressekonflikter och forskningsfrågor

Svenska icke-finansiella företag som i kreditriskhänseende är att hänföra till det s.k. *high yield*-segmentet har i ökande omfattning under de senaste åren kommit att använda sig av den svenska företagsobligationsmarknaden för att tillgodose sina finansieringsbehov.¹ I takt med att denna del av räntemarknaden har vuxit har även formerna för långivningen på densamma kommit att utvecklas. Ett exempel på detta är framtagandet av SVPM-villkoren.² Dessa villkor har erhållit stor acceptans bland såväl emittenter som investerare på obligationsmarknaden, och utgör sedan i vart fall ett decennium tillbaka en given utgångspunkt vid framtagande av villkor för obligationslån som regleras av svensk rätt och som är avsedda att upptas av företag med lågt eller inget kreditbetyg.³ SVPM-villkoren har även kommit att inspirera lånevillkor som används med avseende på andra närliggande finansiella instrument, såsom obligationer som emitteras under MTN-program, vinst- och kapitalandelsbevis samt konvertibler och andra hybridinstrument.⁴

Ett kännetecken för ett obligationslån som bygger på SVPM-villkoren är att det i regel finns ett större antal fordringshavare som var för sig innehar en eller flera obligationer som utgör andelar av en större globalskuld; obligationslånet.⁵ Ett annat kännetecken är att de enskilda obligationerna kan komma att omsättas på en sekundärmarknad med följd att fordringshavarna under obligationslånet

¹ Se t.ex. OECD (2024), *The Swedish Corporate Bond Market: Challenges and Policy Recommendations*, OECD Publishing, Paris, s. 19 ff., samt Nordic Trustee, *Nordic Corporate Bond Market Report 2024, 2025*, s. 62. Det kan i detta sammanhang noteras att den svenska företagsobligationsmarknaden även attraherat en hel del internationellt intresse från såväl emittenter som investerare, se t.ex. Healy, *Europe's junk borrowers flock to Nordic bond market*, *Financial Times*, 2 oktober 2025.

² Se <https://svenskvärdepappersmarknad.se/regelverk-och-sjalvreglering/avtal-villkor/> (sidan besökt den 13 februari 2026).

³ Andersson, *Svensk Värdepappersmarknads mallvillkor för företagsobligationer – några utestående frågor*, s. 21, Borg, *Några observationer från en rådgivare*, s. 165 f., samt Häger m.fl., *Nästa steg för den svenska företagsobligationsmarknaden*, s. 298, alla tre artiklarna i Lidman m.fl. *Regelfrågor på den svenska företagsobligationsmarknaden*, Jure, 2024. Jfr även Landeman, André och Hellesnes, *Företagsobligationer – från AAA till konkurs*, 2 uppl., Ekerlids förlag, 2021, s. 136, och Lidman, *Företagsobligationsmarknadsrätt*, Norstedts Juridik, 2024, 48 f. (särskilt fotnot 76) respektive *Svensk Värdepappersmarknad, Remisspromemoria – Svensk värdepappersmarknads mallvillkor för företagsobligationer*, 21 januari 2022, s. 1.

⁴ Andersson, *Svensk Värdepappersmarknads mallvillkor för företagsobligationer – några utestående frågor*, s. 21, artikel i Lidman m.fl. *Regelfrågor på den svenska företagsobligationsmarknaden*, Jure, 2024.

⁵ Se t.ex. Andrews, *Borgenärskollektiv – En studie av fyra borgenärskollektivs rättsliga reglering*, Jure, 2022, s. 286 ff. och s. 292, med vidare hänvisningar.

växlar.⁶ Ett ytterligare kännetecken är att fordringshavarna i regel är anonyma för varandra samt att de företräds av en s.k. agent.⁷

En betydelsefull del i SVPM-villkoren är de s.k. majoritetsbeslutsklausuler som möjliggör villkorsändringar samt beslut i sakfrågor under förutsättning att en viss majoritet av fordringshavarna ställer sig bakom beslutsförslaget i fråga.⁸ Sådana majoritetsbeslut kan ta sikte på både stort och smått, men det är inte ovanligt att beslutsinstrumentet aktiveras när emittenten har ekonomiska problem och svårt att fullgöra sina skyldigheter under obligationslånet. I en sådan situation kan beslutet gälla om lånebeloppet ska reduceras (t.ex. genom en skuldavskrivning) eller om den fordringsrätt som manifesteras genom obligationen ska omgestaltas (t.ex. genom att en räntekomponent ändras från att förfalla till betalning med visst intervall till att i stället kapitaliseras) eller ersätts av något annat (t.ex. genom ett utbyte där ett visst antal obligationer byts mot nya obligationer, aktier eller ett hybridinstrument).⁹ Så snart ett fordringshavarmöte har fattat ett majoritetsbeslut så följer av SVPM-villkoren att beslutet i fråga är bindande för samtliga fordringshavare.¹⁰ Det/de nya obligationslånevillkoret/-villkoren kommer också – så snart även emittenten accepterat ändringarna – att gälla för samtliga utestående obligationer under obligationslånet i fråga.¹¹ En tillämpning av en majoritetsbeslutsklausul kan m.a.o. komma att resultera i ett avtalat ingrepp i en enskild fordringshavares fordringsrätt.

Förekomsten och tillämpningen av majoritetsbeslutsklausuler innebär en avtalad avvikelse från den obligationsrättsliga huvudregel som föreskriver att ändringar av avtal kräver samtycke från samtliga som berörs av ändringen i fråga. Härigenom utgör en majoritetsbeslutsklausul en form av maktmedel för de parter som har rätt att ta del i ett röstningsförfarande. Den makt som följer av röstinstrumentet kan direkt eller indirekt utövas av de röstberättigade mot såväl gäldenären respektive sådana tredje män som ställt säkerhet för gäldenärens förpliktelser, som de fordringshavare som har att förhålla sig till utfallet av en omröstning.¹²

Enskilda fordringshavare utövar i huvudsak inflytande över beslutsfattandet vid ett fordringshavarmöte genom dels aktivt deltagande i den debatt som föregår det faktiska beslutsfattandet, dels genom utövandet av sin rösträtt.¹³ Det

⁶ Se t.ex. punkterna 2.7 och 14.15 i SVPM-villkoren samt Andrews, Borgenärskollektiv – En studie av fyra borgenärskollektivs rättsliga reglering, Jure, 2022, s. 69, s. 82, s. 306 och s. 344 f.

⁷ Se t.ex. punkten 19 i SVPM-villkoren samt Andrews, Borgenärskollektiv – En studie av fyra borgenärskollektivs rättsliga reglering, Jure, 2022, s. 306.

⁸ Se punkten 17 i SVPM-villkoren, och då särskilt punkterna 17.4.2, 17.4.3, 17.4.5 och 17.4.12.

⁹ Jfr punkterna 17.4.2 och 17.4.3 i SVPM-villkoren.

¹⁰ Se punkten 17.4.12 i SVPM-villkoren.

¹¹ Se punkterna 17.4.8, 17.4.12 och 18.3 i SVPM-villkoren.

¹² Jfr Ehrenpil, Rekonstruktionsuppgörelsen – Om maktutövning och intresseförhållanden vid rekonstruktion av aktiebolag, Iustus Förlag, 2023, s. 295.

¹³ Det förhållandet att en avyttring (exit) av en enskild fordringshavares obligationsinnehav många gånger endast är möjlig att få till stånd till ett pris som innebär att fordringshavaren antingen

förhållandet att fordringshavarmöten ofta genomförs skriftligen medför dock att fordringshavarens rösträtt många gånger är dennes enda egentliga verktyg för att påverka utfallet av en omröstning, och i förlängningen ödet för den egna fordringsrätten respektive fordringshavarens rättigheter under obligationslånet i fråga.

Eftersom det i dag i huvudsak synes råda enighet om att ett fordringshavarkollektiv under ett obligationslån som regleras av SVPM-villkoren utgör ett enkelt bolag¹⁴, innebär det att de enskilda fordringshavarna har en skyldighet att främja bolagssyftet i sina interna mellanhavanden inom ramen för bolagsverksamheten.¹⁵ Detta gäller även i samband med omröstningar vid fordringshavar-

kommer att lida en kapitalförlust eller bli föremål för någon form av skattekonsekvens, innebär att en fordringshavares rösträtt är av mycket stor betydelse för dennes möjligheter att påverka sitt eget öde och utöva inflytande under ett obligationslån. Detta gör sig särskilt gällande i en rekonstruktionskontext där emittentens obligationer vanligen handlas med betydande rabatt på sekundärmarknaden.

¹⁴ Angående fordringshavarkollektivet som ett enkelt bolag, se Andrews, Borgenärskollektiv – en studie av fyra borgenärskollektivs rättsliga reglering, *Jure*, 2022, s. 304 ff. och s. 350, Carlberg Johansson, Företagsobligationsmarknaden och likabehandlingsprincipen – en analys av principens tillämplighet och räckvidd, i antologin *Affärsjuridiska uppsatser 2024*, Iustus Förlag, 2024, s. 181, Lidman, Företagsobligationsmarknadsrätt, *Norstedts Juridik*, 2024, s. 181 f., och Åhman, Företagsobligationsagentens roll och rättsliga ställning, i Lidman m.fl., *Regelfrågor på den svenska företagsobligationsmarknaden*, *Jure*, 2024, s. 478. Möjligen tillhör även Adestam och Lindskog den skara som anser att ett fordringshavarkollektiv som är organiserat i enlighet med SVPM-villkoren utgör ett enkelt bolag, se Adestam, *Recension av Sara Göthlin, Prioritet och avtal. Intercreditoravtal i svensk rätt, särskilt vid insolvens (ak.avh.)*, *Jure*, 2023, 406 s., JT 2024–25 s. 162 ff. (s. 180 f.) samt Lindskog, *Lag om handelsbolag och enkla bolag – En kommentar*, *Norstedts Juridik*, 3 uppl., 2019, s. 923. Jfr dock Andersson, *Participating debentures – gengångare från historien eller moderna och flexibla investeringsinstrument*, artikel i *Festskrift till Rolf Skog*, *Norstedts Juridik*, 2021, s. 78, och densamme i *Svensk Värdepappersmarknads mallvillkor för företagsobligationer – några utestående frågor*, *Jure*, 2024, s. 23, samt Göthlin, *Prioritet och avtal. Intercreditoravtal i svensk rätt, särskilt vid insolvens*, *Jure* 2023, s. 221 ff. och s. 331, för en möjligen annan syn i klassificeringsfrågan (det ska dock framhållas att Göthlin primärt behandlar intercreditoravtal och inte obligationslåneavtal). – Som jag nämnt även i andra sammanhang ska inte skillnaderna mellan en personbolags- och kontraktsrättslig klassificering av fordringshavarkollektivet överdrivas (se t.ex. Andrews, *Går det genom klander eller något annat processuellt taleinstitut att få ett fordringshavarmötesbeslut upphävt, förklarad oförbindande, ogiltigt eller ändrat?*, artikel i Lidman m.fl., *Regelfrågor på den svenska företagsobligationsmarknaden*, *Jure*, 2024, s. 33 ff. (s. 53, fotnot 51)). De rättsliga ramverken är närliggande och i linje härmed är det i regel så att en rättstillämpare kommer att komma till samma slut oavsett i vilket paradigm frågan avgörs. Den nu nämnda tumregeln är emellertid inte utan undantag, och som kommer att framgå av de följande avsnitten är de frågor som är föremål för behandling i förevarande artikel sådana där utfallen i vissa fall kan komma att skilja sig beroende på om ingången till jävs-/intressekonfliktsfrågan är associationsrättslig eller kontraktsrättslig (se t.ex. avsnitten 3.2.4 och 4.4 nedan).

¹⁵ Angående skyldigheten att verka för det gemensamma bolagssyftet, se t.ex. prop. 1979/80 s. 35 och s. 51 jfr med SOU 1978:67 s. 59, s. 62 n och s. 98 (och särskilt vad som anförs om enskild bolagsmans ”allmänna trohetsplikt”) samt s. 71 och s. 117 (och vad som på de två sistnämnda sidorna anförs om att i stort samma regler gäller för enkla bolag som för handels-

möten och följer dels av den bidragsplikt som de enskilda fordringshavarna är underkastade i egenskap av bolagsmän, dels av den associationsrättsliga lojalitetsplikten.¹⁶

Såvida inte annat anges i obligationslånevillkoren följer av obligationslånets konstruktion och avkastningsmodell att målsättningen för verksamheten (bolagssyftet) är att skydda värdet på de enskilda obligationerna. Jag har i andra sammanhang, och mot bakgrund framförallt av att en obligations maximala

bolag), Adestam och Arvidsson, *Associationsrättens grunder*, Studentlitteratur, 2022, s. 40 ff., Kellgren, *Enkla bolag i civilrätten – en splittrad företeelse*, Jure, 2015, s. 20 och 22 ff., Lindskog, *Lag om handelsbolag och enkla bolag – En kommentar*, Norstedts Juridik, 3 uppl., 2019, s. 45, s. 70 (footnot 219) och s. 73, Nial, Hemström och Stattin, *Om handelsbolag och enkla bolag*, Norstedts Juridik, 5 uppl., 2022, s. 52, Sandström, *Handelsbolag och enkla bolag*, Norstedts Juridik, 9 uppl., 2021, s. 32 och s. 50, samt Svensson, *Handelsbolagslagen: kommentar till lagen om handelsbolag och enkla bolag*, Tholin och Larsson-gruppen, 1981, s. 171. – Av intresse i förevarande sammanhang är också Nordtveit. Han framhåller med avseende på norsk rätt att parter som samverkar inom ramen för ett avtalsbaserat samarbete är underkastade en allmän plikt att verka för det syfte som utgör grunden för parternas samverkan, och i den mån någon enskild part inom ramen för samverkan sätter särintressen av något slag framför de kollektiva intressena utgör detta ett pliktbrott som kan komma att medföra ett ersättningsansvar (Oppdragsamsarbeid – joint ventures i oppdragsindustri, entreprenørverksamhet og forskning og utvikling, Alma Mater Forlag, 1992, s. 233). Liknande ståndpunkter (om än med variationer p.g.a. kontext) har uttryckts också av Göthlin (*Den nya rekonstruktionsrätten – Särskilt om förändringar av gäldenärens aktiekapital*, Norstedts Juridik, 2025, s. 63, s. 68 f. och s. 175), Hakulinen (*Obligationsrätt I – Allmänna läror*, Juridiska Föreningens i Finland Produktionsserie Nr 29, Söderström & Co, 1962, s. 150), Hørlyck (*Intressentskaber og konsortier*, Jurist og Økonomforbundets Forlag, 1989, s. 78 f.), Sørensen (*Selskabsstrukturer – Joint ventures og graensoverskridende omstruktureringar*, Jurist og Økonomiforbundets Forlag, 2020, s. 46, s. 116 f., s. 136 f. och s. 143)) og Truyen (*Aksjonærernes myndighetsmisbruk – en studie av asl./asal. § 5-21 og uskrevne misbruksprinsipper*, Cappelen Akademisk Forlag, 2005, s. 445) representera. Samtliga nu nämnda författares ståndpunkter är väl i linje med vad som följer av NJA 1978 s. 147 och NJA 2021 s. 943 (rubriken och punkten 16) om att parterna i ett avtal är skyldiga att verka för att deras avtal ska genomföras i enlighet med dess villkor och på ett sätt som uppfyller syftet med detsamma. Se även NJA 1962 s. 359.

¹⁶ Dotevall, *Samarbete i bolag – Om personbolag*, 4 uppl., Norstedts Juridik, 2025, s. 45, s. 47 och s. 136, har framhållit att lojalitetspliktens närmare innehåll i personbolag är att finna i de huvudsakliga associationsrättsliga plikterna (t.ex. bidrags- och omsorgsplikterna). Något som enligt Dotevall bl.a. innebär att en enskild bolagsman t.ex. inte kan tillgodose de egna intressena till nackdel för associationen eller annan bolagsman. Lindskog, *Lag om handelsbolag och enkla bolag – En kommentar*, Norstedts Juridik, 3 uppl., 2019, s. 65 och s. 71, synes å andra sidan mer öppen för att dels behandla bidragsplikten och lojalitetsplikten som två separata plikter, dels för att en bolagsman ska kunna sätta det egna intresset framför bolagets. Lindskog framhåller dock såvitt avser det sistnämnda att om så sker bör bolagsmannen avstå från att agera i och för bolaget. Min egen uppfattning överensstämmer i huvudsak med Lindskogs såtillvida att även jag menar att bidrags- och lojalitetsplikten utgör två (nära) besläktade men ändå separata plikter. Det ska dock noteras att jag i föregående footnot hänvisat till litteraturuttalanden som tar avstamp i såväl bidrags- som lojalitetspliktsargumentation, och detta just p.g.a. det nära sambandet mellan de två plikterna.

avkastning är på förhand bestämd, benämnt detta för *förlustminimeringssyftet*.¹⁷ Förekomsten av nämnda syfte är inte endast av betydelse för att ett fordringshavarkollektiv under ett obligationslån som regleras av SVPM-villkoren ska vara att klassificera som en association av något slag, utan syftet fungerar också som en fordringshavarintern handlingsregel för de förvaltningsåtgärder som vidtas inom ramen för fordringshavarnas samverkan.¹⁸ Syftet kan därmed sägas fungera som en yttersta garant för att investeringar i och handel med obligationer ska kunna ske på ett förutsägbart sätt och inom givna ramar under ett visst obligationslåns löptid. Det ligger även nära till hands att ett samarbete som har sin grund i ett många gånger beloppsmässigt betydande försträckningsförhållande samt som löper över flera år och har till syfte att skydda fordringshavare från ekonomiska förluster, ställer särskilda krav på omsorg på dess deltagare.¹⁹

¹⁷ Se Andrews, Borgenärskollektiv – en studie av fyra borgenärskollektivs rättsliga reglering, Jure, 2022, s. 437 ff. Jfr också Åhman (Företagsobligationsagentens roll och rättsliga ställning, i Lidman m.fl. Regelfrågor på den svenska företagsobligationsmarknaden, Jure, 2024, s. 478, fotnot 31) och Lidman (Företagsobligationsmarknadsrätt, Norstedts Juridik, 2024, s. 181 f.) som anger att syftet är att erhålla (maximal) avkastning genom tillhandhållandet av en kredit. Även om Åhman och Lidman lägger tyngdpunkten på transaktionens ”uppsida” i form av avkastning och jag på transaktionens ”nedsida” i form av förlustbegränsning, vill jag ändå påstå att vi har samsyn på vad som utgör syftet under ett företagsobligationslån. I båda fallen handlar det ju om att säkra så stor del som möjligt av den avtalade avkastningen samt återbetalning av det investerade kapitalbeloppet. Jfr även Göthlin, Den nya rekonstruktionsrätten – Särskilt om förändringar av gäldenärens aktiekapital, Norstedts Juridik, 2025, s. 63 f. (även som med vidare hänvisningar till viss utländsk litteratur), s. 68 f. och s. 175.

¹⁸ Andrews, Borgenärskollektiv – En studie av fyra borgenärskollektivs rättsliga reglering, Jure, 2022, s. 440, s. 442 f., s. 443, s. 451 och s. 452.

¹⁹ Jfr Munukka, Kontraktuell lojalitetsplikt, Jure, 2007, s. 314 och vad denne anger om att parterna i avtal av samarbetstyp är föremål för en strängare lojalitetsplikt än vad som gäller för parter i avtal i allmänhet. – Även om det inte gäller de inbördes förhållandena i en enkel bolagskontext är det norska rättsfallet Rt. 1994 s. 775 av visst intresse när omsorgsplikten mellan kreditgivare är föremål för behandling. I målet tvistade två banker som var för sig och vid olika tidpunkter lämnat kredit till en gemensam gäldenär mot säkerhet i samma objekt. Förstahandspanthavaren hade informerats av andrahandspanthavaren om den sistnämndes säkerhetsintresse. Den bank som hade bästa rätt hade härefter erbjudit en närstående till den gemensamma gäldenären ytterligare kredit mot att den gemensamma gäldenären tecknade en borgen. Denna borgen säkerställdes i sin tur av den gemensamma pantsäkerheten, vilket gjordes med hänvisning till samma mycket vitt formulerade pantförskrivning som användes för den initiala pantsättningen och som angavs gälla både befintliga och framtida fordringar. Norska HD fann att bankerna hade en lojalitetsplikt mot varandra, och att om inte förstahandspanthavaren hade tydliggjort för andrahandspanthavaren att denne kunde komma att bevilja den gemensamma gäldenären ytterligare krediter som då också skulle komma att säkerställas av den gemensamma pantsäkerheten så kunde det inte komma i fråga att i en situation där förstahandspanthavaren känner till andrahandspanthavarens säkerhetsrätt tillåta en ordning där värdet av andrahandspanthavarens säkerhet urholkas. Utgången av rättsfallet kan säkerligen förklaras på olika sätt, men mot bakgrund av domskälens utformning ligger det nära till hands att norska HD dels var av uppfattningen att förstahandspanthavaren var underkastad en i lojalitetstermer klädd omsorgsplikt i förhållande till andrahandspanthavaren, dels att denna omsorgsplikt innefattade en skyldighet att agera på ett sätt som i vart fall inte riskerade att förvärpa andrahandspanthavarens förluster i händelse

Förekomsten av majoritetsbeslutsklausuler i SVPM-villkoren medför som i så många andra fall där någon kan tvinga sin vilja på en annan att det uppkommer en risk för missbruk. Sådant missbruk kan komma till uttryck t.ex. genom att den röstande väljer att gynna såväl egna rent egoistiska intressen som andra intressen som av något skäl strider mot fordringshavarassociationens (dvs. det enkla bolagets) intresse i den aktuella beslutsfrågan.

I en obligationslånekontext är det t.ex. uppenbart att för det fall emittenten eller någon närstående till emittenten också är fordringshavare så kommer dessa vid en omröstning om en eventuell skuldnedskrivning alltid att rösta för så stor nedskrivning som möjligt, medan övriga fordringshavare har ett intresse av att inte skriva ner mer än vad som krävs för att emittenten ska ha förmåga att fullgöra sina förpliktelser för framtiden.²⁰ Det är härvid fråga om en traditionell intressekonflikt mellan en gäldenär och dennes borgenärer.

Ett ytterligare exempel på en intressekonflikt är om en fordringshavare har gjort stora och korta investeringar i CDS:er²¹ – eller andra liknande kreditderivatpositioner – å ena sidan och mindre men långa positioner i ett obligationslån

av ett kreditfallissemang från gäldenärens sida. Det har sålunda varit fråga om tillämpning av en form av förlustminimeringsprincip i en *utomobligatorisk (eller, möjligen, kvasikontraktuell) borgenärsrelation*. Noterbart är att norska HD hänvisade till ett danskt rättsfall, UFR 1979 A s. 566, i vilket förhållandena var likartade de i det norska rättsfallet och där utgången också var väsentligen densamma. Det norska och det danska rättsfallet gällde som sagt utomobligatoriska rättsförhållanden. Ett annat norskt mål med bäring på grundläggande frågor om omsorgsplikt och förlustminimeringsskyldighet i ett *inomobligatoriskt kreditgivarförhållande* (ett säkerställt syndikerat låneavtal) var Oslo tingsrätts mål 18-184110TVI-OTIR/02 mellan DNB Bank ASA, Swedbank Norge NUF, Danske Bank NUF samt Skandinaviska Enskilda Banken AB Oslo-filialen NUF å ena sidan och Strategic Value Opportunities Fund, L.P., Strategic Value Master Fund, Ltd, samt Strategic Value Special Situations Master Fund IV, L.P., å andra sidan. Målet kom dock att förlikas under handläggningens gång, varför tvistefrågorna aldrig blev föremål för rättens avgörande. Ett äldre svenskt rättsfall som ger uttryck för en omsorgsplikt och förlustminimeringsprincip i ett inomobligatoriskt borgenärsförhållande är NJA 1925 s. 734, vilket jag kommenterat i Borgenärskollektiv – En studie av fyra borgenärskollektivs rättsliga reglering, Jure, 2022, s. 472.

²⁰ Jfr Hofmann, Enfranchisement and Disenfranchisement in Collective Action Clauses, artikel i antologin Collective Action Clauses and the Restructuring of Sovereign Debt, D Gruyter, 2012, s. 45 ff. (s. 47).

²¹ CDS är en förkortning för *Credit Default Swap*, vilket är en typ av derivatinstrument genom vilket säljaren av CDS:en åtar sig att mot en viss avgift kompensera köparen av detsamma med ett visst belopp för det fall det föreligger ett villkorsbrott eller en uppsägningsgrund (ett "credit event") under en underliggande tillgång i form av ett kreditavtal av något slag. En CDS är annorlunda uttryckt en form av kreditförsäkring. Det som gör CDS:en speciell är att den inte endast används för att hantera en kreditrisk som köparen av densamma är föremål för, utan också i spekulationssyfte såtillvida att köparna av CDS:er många gånger inte har någon exponering mot gäldenären i det underliggande kreditavtalet utan förvärvat av CDS:en är en självständig investering som görs för att köparen/investeraren gjort bedömningen att det under derivatets löptid kommer att uppstå ett "credit event" som berättigar till utbetalning under derivatet.

å andra sidan.²² En dylik fordringshavare har incitament att aktivt söka efter omständigheter eller skapa en situation som innebär att emittenten är i brott mot obligationslånevillkoren, med följd att fordringshavarens rätt att erhålla betalning under dennes derivatinstrument aktiveras. Avsikten med fordringshavarens nu nämnda instrumentmix är alltså aldrig att tjäna några pengar på dennes obligationslåneinvestering, utan avsikten är att erhålla avkastning uteslutande från utbetalningar under kreditsäkringsderivatet i fråga. Det finns m.a.o. en tydlig intressekonflikt mellan denna typ av aktivistisk fordringshavare och sådana traditionella fordringshavare som söker sin avkastning primärt i form av den ränta som obligationslåneinvesteringen genererar.²³

En annan form av intressekonflikt föreligger i sådana fall där en fordringshavare har investerat i flera obligationslån som getts ut av samma emittent, men där lånen i fråga har olika prioritet i händelse av emittentens insolvens eller fordringshavarens riskexponering under lånen skiljer sig av något annat skäl. I en sådan situation kommer fordringshavaren givetvis att vilja rösta på det sätt som är ekonomiskt mest förmånligt för denne med beaktande av fordringshavarens totala riskexponering i förhållande till emittenten.²⁴ Detta riskerar innebära att fordringshavaren kommer att rösta på ett syftesstridigt sätt under det obligationslån där denne har minst riskexponering i syfte att skydda sin position under det eller de lån där fordringshavaren i fråga har sin största ekonomiska exponering.

Ett sista exempel på en intressekonflikt är om en fordringshavare vars icke-säkerställda obligationer handlas rejält under nominellt belopp även är en större varuleverantör till emittenten. Skälet till att obligationen handlas med rabatt skulle t.ex. kunna vara att emittenten gjort sig skyldig till ett antal kovenantbrott eller har finansiella problem av innebörd att denne förvisso kan möta sina räntebetalningar, men tydligt saknar förmåga att återbetala huvudstolen. Vid ett fordringshavarmöte vid vilket fordringshavarna har att ta ställning till om obligationslånet ska sägas upp till omedelbar återbetalning kan det i en dylik situation vara lockande för fordringshavaren i fråga att rösta på ett sätt som gagnar dennes köprättsliga relation med emittenten snarare än vad som hade varit rationellt om fordringshavaren enbart hade haft en fordringsrättslig relation med emittenten under obligationslånet. Det kan nämligen tänkas att varuleveranser

²² Mycket förenklat väljer en investerare en *kort position* när denne bedömer att priset på ett visst finansiellt instrument i den aktuella marknaden (t.ex. aktie- eller räntemarknaden) kommer att falla och en *lång position* i den omvända situationen. Valet av position speglar m.a.o. den enskilda investerarens förutsägelser om hur värdet på ett visst instrument kommer att utvecklas i framtiden.

²³ Jfr Darley och Cooper Sutton, Net-Short Debt Activism, *Financier Worldwide Magazine*, oktober 2019 samt Feltman, Kleinhaus och Sobolewski, The Rise of the Net-Short Debt Activist, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, August 2018.

²⁴ Jfr Lidman, Företagsobligationsmarknadsrätt, *Norstedts Juridik*, 2024, s. 183, som använder sig av samma exempel för att illustrera en av de intressekonflikter som kan uppkomma inom ramen för ett obligationslån.

betalas i förskott eller *zug-um-zug* med följd att fordringshavaren kommer att erhålla fortsatta intäkter från emittenten utan att behöva stå någon ytterligare kreditrisk.

För att hantera intressekonflikter såsom de ovan beskrivna och skydda legitimiteten i beslutsförandet har det, bl.a. till följd av att lagen (1980:1102) om handelsbolag och enkla bolag ("BL") saknar särskilda jävsbestämmelser, kommit att utvecklas jävsregleringar av olika slag i avtalspraxis. Dessa avtalsregleringar kompletteras av den lojalitetsplikt som de enskilda fordringshavarna enligt den allmänna associations- och avtalsrätten är underkastade i förhållande till bolaget, vilken i vissa fall kan få verkan som jäv. Syftet bakom dessa villkors- och pliktregimer är i linje med vad som angetts ovan att förhindra att beslut som fattas av flera tillåts påverkas av bolagsfrämmande intressen. Något som i sin tur innebär att i den mån det inte finns någon intressekonflikt så kan heller inte något jäv vara för handen.²⁵

Syftet med denna artikel är att närmare undersöka hur de modellvillkor som används på den svenska företagsobligationsmarknaden för *high yield*-obligationer valt att hantera intressekonflikter av det ovan beskrivna slaget samt vad som kan antas utgöra utfyllande rätt i sådana fall där obligationslånevillkor saknar särskilda jävsregleringar.²⁶

Den fortsatta artikeln är på överordnad nivå disponerad enligt följande.

2. Handel i och innehav av egna eller närståendes obligationer samt riktade återköp
3. Jäv hänförligt till förhållanden på emittentsidan
 - 3.1 SVPM-villkorens jävsreglering
 - 3.2 Tillhandahåller den utfyllande rätten en tillämplig jävsfigur
4. Jäv hänförligt till förhållanden på fordringshavarsidan
 - 4.1 Inledning
 - 4.2 Fordringshavare med korta nettopositioner
 - 4.3 Fordringshavare som är konkurrenter

²⁵ Arvidsson och Samuelsson, Styrelsejäv i aktiebolag, artikel i Festskrift till Rolf Dotevall, Juristförlaget i Lund, 2020, s. 73.

²⁶ I artikeln används begreppen *associationens* eller *bolagets intresse* respektive *jäv* i stor omfattning. Det kan därför vara på sin plats att nämna något om vad jag avser med dessa begrepp. – Med *associationens* respektive *bolagets intresse* avser jag samtliga *bolagsmäns* intresse. Detta intresse kommer enligt mig till uttryck i det för bolagsmännens gemensamma bolagsändamålet, vilket för fordringshavares samverkan i ett enkelt bolagsförhållande under ett obligationslån är att skydda värdet på de fordringsrätter som kommer till uttryck i de enskilda obligationerna. Detta är en definition som i allt väsentligt är i linje med Lindskogs definition av bolagets intresse i en enkel bolagskontext, se Lindskog, Lag om handelsbolag och enkla bolag – En kommentar, Norstedts Juridik, 3 uppl., 2019, s. 909. – Med *jäv* avser jag i förevarande artikel en situation där en person som har rätt att delta i en organisations beslutsfattande verksamhet har ett intresse som så pass starkt strider mot den aktuella organisationens intresse (dvs. syftet med dess verksamhet) att personen i fråga inte bör tillåtas delta i beslutsfattandet.

- 4.4 Fordringshavare med multipla investeringar i emittentens kapitalstruktur
- 4.5 Fordringshavare med framtida affärsmöjligheter
- 5. Avslutande kommentarer

Vissa av avsnitten i kapitel 3 i artikeln innehåller ett eller flera underavsnitt. Av utrymmesskäl har dock inte ”innehållsförteckningen” ovan brutits ned på den detaljnivån. För att inte artikeln ska svämma över alla breddar har studien av jäv hänförligt till förhållanden på fordringshavarsidan tagit avstamp i ett begränsat antal typfall. En konsekvens härav är att det givetvis kan finnas andra situationer – som inte är föremål för behandling häri – där jävsfrågorna är att bedöma på annat sätt än i de typfall som studeras i förevarande artikel.

2. Handel i och innehav av egna eller närståendes obligationer samt riktade återköp

Det förhållandet att SVPM-villkoren som utgångspunkt tillåter en emittent och dennes dotterbolag samt andra närstående att förvärva av emittenten utgivna obligationer på såväl primär²⁷ som sekundärmarknaden, medför att det finns ett behov av att reglera nämnda personkrets möjligheter att påverka lånevillkoren under ett obligationslåns löptid.²⁸ Hade SVPM-villkoren föreskrivit att dylika obligationer omgående ska makuleras efter genomfört förvärv så hade behovet av jävsregleringar hänförliga till en emittent eller dennes närståendes innehav av egna obligationer varit väsentligen mindre, eftersom varken emittenten eller dennes närstående under en sådan regim hade haft möjlighet att i eget namn utöva några fordringshavarrättigheter knutna till obligationerna i fråga. Tvingande makulering är dock endast en av tre valmöjligheter som SVPM-villkoren erbjuder med avseende på hanteringen av egna obligationer.²⁹ Denna valmöjlighet anvisas dessutom endast för emittenten. Dotterbolag och andra närstående

²⁷ Förvärv på primärmarknaden kan givetvis inte komma i fråga för emittenten, utan på nämnda marknad är det endast närstående till emittenten som kan komma att teckna sig för obligationer.

²⁸ Punkten 10.2.1 i SVPM-villkoren. – Det kan finnas många skäl för att en emittent eller dennes dotterbolag återköper egna obligationer/emittentens obligationer. Ett sådant är att reglera den egna skuldsättningen under ett obligationslåns löptid. Något som särskilt aktualiseras i fall där obligationerna handlas under nominellt belopp. Ett annat skäl kan vara att emittenten avser att refinansiera ett utestående obligationslån med ett nytt lån eller önskar ändra mixen av eget kapital/skuld/skuldtyper i sin kapitalstruktur. Ett tredje skäl kan ha sin grund i skatteoptimering. Jfr Borg, Några observationer från en rådgivare, artikel i Lidman m.fl., Regelfrågor på den svenska företagsobligationsmarknaden, *Jure*, 2024, s. 179.

²⁹ Punkten 10.2.2 i SVPM-villkoren.

till en emittent är alltså som utgångspunkt inte underkastade några begränsningar vad gäller förvärv och avyttring av emittentens obligationer.

Som alternativ till tvingande makulering erbjuder SVPM-villkoren även förslag på skrivningar som innebär att egna obligationer som innehas av en emittent *får* makuleras respektive att de *inte får* makuleras efter genomfört förvärv, vilket innebär att obligationerna i fråga i båda alternativen antingen kan avyttras på sekundärmarknaden under obligationslånets löptid eller hållas i egen bok fram till förfall.³⁰ Utan att kunna veta säkert är det min uppfattning att praxis på den svenska kapitalmarknaden för *high yield*-obligationer är att en emittent inte tillåts makulera egna obligationer. Skälet bakom denna ordning är att det inte är ovanligt att skuldinvesterare är underkastade krav i sina investeringsreglementen av innebörd att de endast får inneha en viss procent av de utestående obligationerna under ett och samma obligationslån.³¹ Något som innebär att om en emittent och dennes närstående skulle vara underkastade krav på eller tillåtas makulera egna obligationer/obligationer utgivna av emittenten, skulle det kunna få till följd att vissa investerare i obligationslånet skulle kunna komma att tvingas att avyttra sina obligationer p.g.a. emittenten och dennes närståendes förvärv.³²

Det bör dock beaktas att även om SVPM-villkoren föreskrev att obligationer som förvärvas av en emittent eller dennes närstående skulle vara föremål för

³⁰ Punkten 10.2.2 i SVPM-villkoren.

³¹ Jfr t.ex. 5 kap. 6–8 §§ lag (2004:46) om värdepappersfonder samt 8 kap. 4 § och 12 kap. 13–14 §§ lag (2013:561) om förvaltare av alternativa investeringsfonder. Se också Borg, Några observationer från en rådgivare, artikel i Lidman m.fl., Regelfrågor på den svenska företagsobligationsmarknaden, Jure, 2024, s. 184, och Göthlin, Den nya rekonstruktionsrätten – Särskilt om förändringar av gäldenärens aktiekapital, Norstedts Juridik, 2025, s. 271.

³² Det skäl som anförs mot makulering skulle möjligen kunna ifrågasättas på den grunden att den obligationsrättsliga utgångspunkten är att när en gäldenär av något skäl blir sin egen borgenär så upphör förpliktelsen (konfusion). Innebörden av detta i en obligationslånekontext är i så fall att emittentens skuldsättning skulle reduceras med ett belopp motsvarande de återköpta obligationernas nominella belopp alldeles oavsett om de enskilda obligationerna är föremål för någon formenlig makulering. Det skulle i så fall innebära att det för de kvarvarande fordringshavarna saknar betydelse om obligationer som innehas av gäldenären är föremål för makulering eller ej; det faktiska slutresultatet är detsamma oavsett. Det som komplicerar det hela är att det i den juridiska litteraturen har gjorts gällande att ett av de undantagsfall där en fordring kan komma att bestå trots att den kommit i gäldenärens hand, är just när det är fråga om fordringar som manifesteras genom masspapper/obligationer (se Lindskog, Betalning – Om kongruent infriande av penningskulder och andra betalningsrättsliga frågor (2022, version 3, JUNO), under rubriken 2.4.4.2 (s. 144) med vidare hänvisningar). En följd av sistnämnda synsätt är att emittentens återköp (obligations-)rättsligt är att anse som ett köp snarare än en (del-)återbetalning av utestående skuld under det obligationslån till vilket de förvärvade obligationerna hör. En dylik ordning synes mot bakgrund av SVPM-villkorens utformning och de skäl som anförts mot makulering också vara väl i linje med ”rättemarknadens” uppfattning i frågan. Oavsett rättsligt synsätt (dvs. återbetalning kontra köp) finns det dock en risk att selektiva återbetalningar/återköp kan utgöra förfaranden i strid med den likabehandlingsprincip som emittenten har att iakttä i förhållande till fordringshavarna.

tvingande makulering, innebär möjligheten för emittenten och dennes närstående att överhuvud handla med egna/emittentens obligationer en risk för att nu nämnda personer agerar opportunistiskt och nyttjar denna möjlighet i syfte att påverka utfallet i sådana situationer där det ska avgöras om en i villkoren angiven andel av fordringshavarna står bakom en viss åtgärd. Så kan t.ex. ske om en emittent känner till vilka fordringshavare som stöder respektive inte stöder ett visst beslutsförslag, vilket inte sällan är fallet eftersom en emittent eller emittentens finansiella rådgivare i regel varit i kontakt med de mer betydande fordringshavarna i syfte att undersöka om ett beslutsförslag som emittenten avser att framlägga har utsikt att vinna framgång. Emittenten kan nämligen på grundval av sådan information i kombination med strategiska förvärv OTC³³ ändra styrkeförhållandena inför den kommande omröstningen i en mer emittentvänlig riktning.³⁴ För det fall det förestående beslutet i sådan situation gäller t.ex. en skuldnedskrivning, uppskjutna räntebetalningar eller en förlängd löptid på obligationslånet till följd av att emittenten har ekonomiska problem, ligger det nära till hands att anse ett agerande av nu aktuellt slag som otillbörligt och angripbart med stöd av avtalsrättsliga ogiltighetsregler.³⁵ Skälet till det

³³ Förkortningen ”OTC” står för *Over the Counter* och syftar på sådan handel i finansiella instrument som inte sker över börs.

³⁴ Notera att det förfarande som beskrivs i löptexten inte fångas av det röstköpsförbud som återfinns i punkten 17.4.11 i SVPM-villkoren.

³⁵ Jfr Håstad, Lagstiftnings- och forskningsbehov inom sakrätten, SvJT 1988 s. 224 (s. 254), som i en besläktad diskussion gällande den numera upphävda ackordslagen (1970:847) inte tydligt sätter ned foten, men ifrågasätter om inte riktade fordringsköp som genomförs av en ”finansiär” (vilket skulle kunna vara t.ex. en ägare eller annan till gäldenären närstående person) i syfte att stärka dennes ställning inför en förestående ackordsomröstning strider mot likabehandlingsprincipen. Även Ehrenpil (Rekonstruktionsuppgörelsen – Om maktutövning och intresseförhållanden vid rekonstruktion av aktiebolag, Iustus Förlag, 2023, s. 308 f.) synes tycka att riktade fordringsköp som görs av en ”berörd part” med anledning av en förestående omröstning vid en planförhandling enligt lag (2022:964) om företagsrekonstruktion (”FrekL”) är problematiska ur likabehandlingshänseende. Lika med Håstad sätter dock inte heller Ehrenpil tydligt ner foten i frågan. En i jämförelse med Håstad och Ehrenpil potentiellt avvikande uppfattning kan möjligen skönjas hos författarna bakom brottsbalkskommentaren. I denna anges nämligen att ansvar för otillbörligt gynnande av borgenär enligt 11 kap. 4 § 2 st. brottsbalken (1962:700) (”BrB”) inte inträder för det fall en ”utomstående [min kurs.] köper upp fordringar tillhörande sådana borgenärer som inte vill medge ackord och därefter som fordringsägare ansluter sig till ackordet.”, se Bäcklund m.fl., Brottsbalken (2 september 2025, JUNO), kommentaren till 11 kap. 4 §. Det är dock osäkert vilken räckvidd uttalandet ska ges utanför den straffrättsliga kontexten. Alldeles oavsett hur det förhåller sig med riktade fordringsköp från en utomstående eller ”berörd parts” sida råder det dock inga tvivel om att en *gäldenär* som huvudregel inte har möjlighet att inom ramen för en företagsrekonstruktion enligt FrekL att ägna sig åt sådana transaktioner. Dyliga riktade återköp träffas nämligen av förbudet att fullgöra förpliktelser som uppkommit före beslutet om företagsrekonstruktion enligt 2 kap. 20 § 1 st. 1 p. FrekL (jfr med 2 kap. 22 § FrekL) samt – i den mån köpen genomförts viss tid innan rekonstruktionen – av någon av de återvinningsregler som det hänvisas till i 5 kap. 1 § FrekL.

är att de kollektivklausuler³⁶ som utgör grunden för fordringshavarkollektivets organisation vilar på tanken att samtliga fordringshavare under ett och samma obligationslån är *pari passu* och ska bära eventuella förluster hänförliga till ett obligationslån *pro rata* i förhållande till storleken på fordringsinnehaven.³⁷ Och emittentens agerande går härvid på tvärs med detta ändamål. Detta då agerandet i praktiken är att jämställa med att emittenten positivt särbehandlar vissa fordringshavare som i anslutning till ett fordringshavarmöte motsätter sig ett för emittenten förmånligt beslutsförslag på övriga fordringshavares bekostnad.³⁸ Ett ytterligare förhållande att beakta i den nu aktuella kontexten är att vetskap om ett förestående men ännu inte offentliggjort fordringshavarmöte kan utgöra insiderinformation.³⁹ Något som innebär att riktade återköp OTC med anledning av ett sådant förestående möte kan medföra straffansvar då förfarandet kan utgöra insiderbrott.⁴⁰

Till detta kommer att om emittentens eller dess dotterbolags återköp omfattar ett större antal av de obligationer som är utestående under ett visst obligationslån finns det risk för att dylika förfaranden kan komma att påverka likviditeten i de återstående obligationerna på ett sådant sätt att det inte längre finns förutsättningar för en rättvis, välordnad och effektiv handel med obligationerna.⁴¹ I en sådan situation ska obligationerna avnoteras.⁴²

Mot bakgrund av de missbruksmöjligheter och den marknadsproblematik som fri handel i egna obligationer kan ge upphov till bör *de lege ferenda* övervägas om inte denna rätt för emittenten och dennes dotterbolag ska kompletteras

³⁶ Angående begreppet ”kollektivklausuler”, se Andrews, Borgenärskollektiv – En studie av fyra borgenärskollektivs rättsliga reglering, Jure, 2022, s. 31 ff.

³⁷ Se t.ex. punkterna 2.6 och 16.1 i SVPM-villkoren samt Andrews, Borgenärskollektiv – En studie av fyra borgenärskollektivs rättsliga reglering, Jure, 2022, s. 35 f.

³⁸ Jfr dock Bark-Jones, Bond Buybacks and Liability Management Transactions, artikel i Lidman m.fl., Regelfrågor på den svenska företagsobligationsmarknaden, Jure, 2024, s. 108, som synes mena att riktade bilaterala obligationsåterköp OTC från *emittentens* sida på sätt som nu beskrivits inte utgör ett förfarande i strid med likabehandlingsprincipen och sålunda är tillåtna. Borg, Några observationer från en rådgivare, artikel i Lidman m.fl., Regelfrågor på den svenska företagsobligationsmarknaden, Jure, 2024, s. 181 f., ger dock uttryck för en större osäkerhet gällande var gränsen ska dras mellan tillåtna kontra otillåtna återköpserbjudanden OTC. Borg framhåller även att den rättsliga osäkerheten i nu nämnt avseende ställs på sin spets i sådana fall där emittentens ekonomiska ställning är ansträngd. Borgs uppfattning i den nu aktuella frågan synes delas av Göthlin, se Den nya rekonstruktionsrätten – Särskilt om förändringar av gäldenärens aktiekapital, Norstedts Juridik, 2025, s. 270.

³⁹ Bark-Jones, Bond Buybacks and Liability Management Transactions, artikel i Lidman m.fl., Regelfrågor på den svenska företagsobligationsmarknaden, Jure, 2024, s. 115, och Göthlin, Den nya rekonstruktionsrätten – Särskilt om förändringar av gäldenärens aktiekapital, Norstedts Juridik, 2025, s. 274.

⁴⁰ 2 kap. 1 § lag (2016:1307) om straff för marknadsmissbruk på värdepappersmarknaden.

⁴¹ Jfr 15 kap. 2 § lag (2007:528) om värdepappersmarknaden (”VPML”). – Det torde inte vara möjligt att ange någon exakt procentsats för när ett återköp är av sådan storlek att det kan antas påverka likviditeten i en obligation, utan detta är något som måste bedömas från fall till fall.

⁴² 15 kap. 11 § VPML.

med en skyldighet för emittenten att lämna ett återköpserbjudande till samtliga fordringshavare om emittentens förvärv överskrider en viss tröskelnivå. Det samma bör övervägas i sådana fall där förvärv sker i nära tidsmässig anslutning till att det kallats till ett fordringshavarmöte som har att ta ställning till frågor om skuldavskrivning eller andra liknande villkorsändringar.⁴³ Ett annat och kanske enklare alternativ är förstås att inkludera ett förbud för emittenten, dess dotterbolag och andra närstående att förvärva egna obligationer/emittentens obligationer. Nackdelen med ett dylikt Alexanderhugg är emellertid att en emittent betas möjligheten att utöva en aktiv balansräkningsförvaltning genom att t.ex. agera på en för emittenten förmånlig marknadsprissättning. För att något begränsa de negativa konsekvenserna av ett dylikt förbud skulle dock kunna tänkas att ett förvärvsförbud begränsas till någon viss tidsperiod innan ett fordringshavarmöte.

3. Jäv hänförligt till förhållanden på emittentsidan

3.1 SVPM-villkorens jävsreglering

Vad gäller SVPM-villkorens jävsreglering måste först och främst beaktas att regleringens räckvidd är begränsad såtillvida att den endast tar sikte på den intressekonflikt som föreligger mellan fordringshavarsidan och emittentsidan. Detta framgår av att samtliga de bestämmelser i SVPM-villkoren som anger majoritetsnivåer för beslut av olika slag tar sitt avstamp i begreppet *Adjusted Nominal Amount*, vilket är den villkorsdefinition som anger vilka fordringshavares obligationer som ska räknas med respektive räknas bort när det ska avgöras om en tillräcklig majoritet av fordringshavarna står bakom utövandet av en viss fordringshavarrättighet (t.ex. en låneuppsägelse p.g.a. ett villkorsbrott)

⁴³ Jfr kommentaren till punkten II.2.III i det förslag av den 1 april 2025 som Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden genom Arbetsgruppen för självreglering på den svenska företagsobligationsmarknaden lagt fram till regler avseende emissioner av företagsobligationer. – Det tål att som jämförelse notera att branschföreningen *Loan Market Associations* mallavtal *Senior Multicurrency Term and Revolving Facilities Agreement* för s.k. *Leveraged Finance Transactions (Senior/Mezzanine)* innehåller två villkorsvarianter (se punkten 31) som tar sikte på låntagarens eller dess moder-/dotterbolags möjligheter att förvärva låneandelar från medlemmar av ett långivarsyndikatet. Den ena varianten förbjuder dylika återköp medan den andra tillåter desamma. I det sistnämnda fallet måste dock vissa särskilt angivna förutsättningar vara för handen, vilka bl.a. innefattar att erbjudandet om fordringsåterköp måste riktas till samtliga långgivare i syndikatet samt att låntagarens förpliktelser under de återköpta fordringarna ska upphöra genom återköpet. Skälet bakom denna ordning är givetvis att säkerställa att den för den syndikerade långivningen så viktiga likabehandlingsprincipen iakttas och respekteras i samband med återköpsransaktioner från låntagarsidan.

eller om ett visst beslutsförslag har erhållit tillräckligt stöd för att vinna bifall (t.ex. en förlängd löptid på lånet).⁴⁴

Definitionen har följande lydelse i SVPM-villkoren:

“Adjusted Nominal Amount” means the Total Nominal Amount less the aggregate Nominal Amount of all Bonds owned by a Group Company [or an Affiliate], irrespective of whether such person is directly registered as owner of such Bonds.

Definitionerna av ”Group Company” och ”Affiliate” har i sin tur getts följande innebörd:

“Group” means the Issuer and its Subsidiaries from time to time (each a “Group Company”).

“Affiliate” means:

- a) an entity controlling or under common control with the Issuer, other than a Group Company; and
- b) any other person or entity owning any Bonds (irrespective of whether such person is directly registered as owner of such Bonds) that has undertaken towards a Group Company or an entity referred to in paragraph (a) above to vote for such Bonds in accordance with the instructions given by a Group Company or an entity referred to in paragraph (a) above.

For the purposes of this definition, “control” means the possession, directly or indirectly, of the power to direct or cause the direction of the management or policies of an entity, whether through ownership of voting securities, by agreement or otherwise.

Definitionen *Adjusted Nominal Amount* kopplar som sagt till diverse operativa bestämmelser i SVPM-villkoren som alla på ett eller annat sätt anger olika majoritetsnivåer som måste vara för handen för att ett visst beslut ska anses fattat eller någon viss åtgärd få vidtas. Följande två villkor som gäller dels frågan om kvalificerad majoritet för vissa särskilt betydelsefulla eller ingripande beslut, dels kvorum vid fordringshavarmöten illustrerar väl hur den ovan nämnda definitionen används och kommer till uttryck i ”skarpa” avtalsvillkor.

17.4.2 The following matters shall require the consent of Bondholders representing at least [sixty-six and two thirds (66 ²/₃)] / [seventy-five (75)] / [[●] ([●])] per cent. of the Adjusted Nominal Amount for which Bondholders are voting at a Bondholders’ Meeting or for which Bondholders reply in a Written Procedure in accordance with the instructions given pursuant to Clause 17.3.2:

[...]

- g) a change of issuer, an extension of the tenor of the Bonds or any delay of the due date for payment of any principal or interest on the Bonds;
- h) [a release of the Transaction Security [, except in accordance with the terms of the Finance Documents];]
- i) a mandatory exchange of the Bonds for other securities;
- j) [other matters]; and

⁴⁴ Se punkterna 15.1, 17.1.2, 17.3.3, 17.4.1–17.4.3, 17.4.5 och 19.4.3 i SVPM-villkoren där definitionen av *Adjusted Nominal Amount* kommer till användning i olika typer av beslutssituationer.

- k) early redemption of the Bonds, other than upon an acceleration of the Bonds pursuant to Clause 15 (*Acceleration of the Bonds*) or as otherwise permitted or required by these Terms and Conditions.

17.4.5 Quorum at a Bondholders' Meeting or in respect of a Written Procedure only exists if a Bondholder (or Bondholders) representing at least fifty (50) per cent. of the Adjusted Nominal Amount in case of a matter pursuant to Clause 17.4.2, and otherwise twenty (20) per cent. of the Adjusted Nominal Amount:

- a) if at a Bondholders' Meeting, attend the meeting in person or by other means prescribed by the Agent pursuant to Clause 17.4.2 (or appear through duly authorised representatives); or
b) if in respect of a Written Procedure, reply to the request.

Vid en närmare analys av SVPM-villkorens jävskonstruktion kan först och främst noteras att definitionen av *Adjusted Nominal Amount* tar avstamp i vilka fordringshavare som överhuvud är röstberättigade och som därmed kan tas upp i röstlängden. Det innebär att konstruktionen är neutral såtillvida att en tillämpning av densamma inte skapar några obalanser mellan täljaren, dvs. antalet röster som krävs i en viss sakfråga, och nämnaren, dvs. vilka som överhuvud har rätt att rösta i en sakfråga, i röstsammanräkningen. Härigenom säkerställs t.ex. att fordringshavarna kommer att vara beslutsföra oaktat att någon eller några av dem faller in under de personkategorier som nämns i definitionen av *Adjusted Nominal Amount*. De kворum- och majoritetsregler som kommer till uttryck i SVPM-villkoren kommer sålunda alltid att balansera på avsett sätt trots att vissa fordringshavare inte tillåts att delta i det faktiska beslutsfattandet.

Vidare kan noteras att SVPM-villkorens jävsreglering som *utgångspunkt* endast träffar sådana obligationer som innehas av emittenten respektive dennes dotterbolag.⁴⁵ Att denna personkrets fångas av en jävsreglering är naturligt mot bakgrund av att emittenten inte kan tillåtas påverka sin egen rättsliga position från båda sidor i ett och samma rättsförhållande.⁴⁶ Skälen härför förstärks av att emittenten dessutom har getts en självständig rätt enligt SVPM-villkoren att godkänna/förkasta vissa typer av villkorsändringar som fordringshavarkollektivet beslutat om.⁴⁷ En ordning enligt vilken en emittent varken direkt eller indirekt tillåts företräda egna värdepapper är också väl i linje med vad som gäller inom associationsrätten i stort.⁴⁸

⁴⁵ Detta då begreppet ”Affiliate” är satt inom hakparanteser i SVPM-villkoren. – SVPM-villkoren innehåller två alternativa dotterbolagsdefinitioner, men det som är gemensamt för dem är att de tar sikte på personer som emittenten genom ägande eller annan form av kontroll har ett dominerande inflytande över. Se definitionen av ”Subsidiary” i SVPM-villkoren.

⁴⁶ Jfr Kastengren-Sandberg, Agentinstitutet i Sverige, i Lidman m.fl., Regelfrågor på den svenska företagsobligationsmarknaden, Jure, 2024, s. 322 (fotnot 2).

⁴⁷ Se punkten 17.4.8 i SVPM-villkoren.

⁴⁸ Jfr 7 kap. 7 aktiebolagslagen (2005:551) (”ABL”), 16 a kap. ABL 23 kap. 17 § 4 st. ABL, 24 kap. 19 § 4 st. ABL och 6 kap. 37 § lag (2018:672) om ekonomiska föreningar (”FL”). I detta sammanhang bör även 1 kap. 11–12 §§ ABL respektive 1 kap. 13 § FL samt 1 kap. 5 a § stiftelselag (1994:1220) (”SL”) och den betydelse nämnda stadganden har för jävsfrågan beaktas.

Som antyds i definitionen av *Adjusted Nominal Amount* kan såväl emittenten som dennes dotterbolag ha sina obligationer förvaltarregistrerade. Något som innebär att det ur SVPM-villkorens synvinkel är förvaltaren som är att anse som fordringshavare och därmed också rättighetsbärare.⁴⁹ Detta förhållande är emellertid inte något som medför att obligationer där emittenten eller dennes dotterbolag är verkliga ägare ska undantas vid fastställandet av *Adjusted Nominal Amount*. En riktig tillämpning av SVPM-villkorens jävsregleringar kräver nämligen – som också framgår av definitionen av *Adjusted Nominal Amount* – att villkorstillämparen genomlyser förvaltarregistreringen och att den verkliga ägaren identifieras. Eftersom det många gånger kan vara fråga om långa förvaltarkedjor innebär det att SVPM-villkorens jävsreglering för att få någon verkan måste kombineras med en upplysningsplikt för emittenten respektive dennes dotterbolag för att få avsedd verkan. En sådan plikt föreskrivs också i punkterna 12.1.2 och 17.4.14 i SVPM-villkoren, vari anges att:

12.1.2 The Issuer shall procure that the aggregate Nominal Amount held by [the Issuer / Group Companies], including any amount of Bonds cancelled by the Issuer, is clearly stated in each interim report published by the Issuer pursuant to Clause 12.1.1 (b).⁵⁰

17.4.14 If a decision is to be taken by the Bondholders on a matter relating to the Finance Documents, the Issuer shall promptly at the request of the Agent provide the Agent with a certificate specifying the number of Bonds owned by Group Companies [or (to the knowledge of the Issuer) Affiliates] as per the Record Date for voting, irrespective of whether such person is a Bondholder. The Agent shall not be responsible for the accuracy of such certificate or otherwise be responsible for determining whether a Bond is owned by a Group Company [or an Affiliate].

Som framgår av punkten 17.4.14 ovan är emittentens upplysningsskyldighet avhängig en särskild begäran från agentens sida. För egen del kan jag dock tycka att villkorsförfattaren inför framtida uppdateringar ska överväga att göra upplysningsskyldigheten i punkten 17.4.14 absolut.⁵¹ En upplysningsplikt motsvarande den som det föranstalts om i villkoret torde nämligen föreligga även om villkoren inte innehöll någon informationskovenant. Den kontraktuella avräkningskonstruktion som definitionen av *Adjusted Nominal Amount* anvisar får nämligen för sin rätta funktion anses kräva att såväl emittenten som dennes dotterbolag är skyldiga att i anslutning till fordringshavarmöten upplysa om sina obligationsinnehav och verka för jävsregleringens effektivitet i sådana fall där

⁴⁹ Se definitionen av ”Bondholder” samt punkten 7.1 i SVPM-villkoren.

⁵⁰ Av punkten 12.1.1 (b) i SVPM-villkoren framgår att emittenten med visst intervall ska tillhandahålla fordringshavarna finansiella rapporter/räkenskapsinformation av olika slag, såsom kvartalsrapporter och bokslutskommuniké.

⁵¹ I tillägg borde övervägas att tydliggöra avtalsvillkoret så att det explicit fångar sådana obligationer som emittenten eller dess dotterbolag äger eller kontrollerar indirekt via intermediärer. Så är säkerligen avsikten redan med dagens skrivning, men då användningen av ordet ”owned” kan tolkas som att det enbart avser direktägande tål att funderas på om inte villkoret skulle må bra av en formulering som tydligt omfattar flera ägarkonstruktioner.

frågan kommer på bordet.⁵² Min uppfattning är också att den agent som under den nu gällande SVPM-villkoren inte regelmässigt begär den typ av innehavsintyg som villkoret föranstaltar om brister i sin skyldighet att iakttä fordringshavarnas intresse.

För det fall den *Affiliate*-definition som författaren av SVPM-villkoren valt att sätta inom hakparanteser inkluderas i definitionen av *Adjusted Nominal Amount*, vidgas snabbt den personkrets som träffas av SVPM-villkorens jävsregleringar. Som framgår av definitionen omfattar *Affiliate*-figuren inte endast emittentens moder- och systerbolag, utan också sådana personer som på annat sätt än genom ägarandelar av olika slag kontrolleras⁵³ emittenten eller emittentens systerbolag.

⁵² Jfr NJA 2021 s. 943 (särskilt punkterna 15–17) och NJA 2017 s. 203 (särskilt punkten 8). Se även Dotevall, *Samarbete i bolag – Om personbolag*, 4 uppl., Norstedts Juridik, 2025, s. 45 och s. 136, som anger att det av den associationsrättsliga lojalitetsplikten följer att en bolagsman bör informera övriga bolagsmän i ett enkelt bolag om sådana förhållanden som är av betydelse för bolagets verksamhet. Denna uppfattning delas av Munukka och Östberg, se *Kontraktuell lojalitetsplikt*, Jure, 2007, s. 312, respektive *Om aktieägares lojalitetsplikt*, SvJT 2018 s. 265 ff. (s. 270).

⁵³ Det kan härvid noteras att definitionen av ”control” i *Affiliate*-definitionen (se ovan i löptexten) har getts en mycket bred utformning och att termen fångar sådana personer som har möjlighet att direkt eller indirekt utöva ett bestämmande inflytande (jfr ”[...] *possession, directly or indirectly, of the power to direct or cause the direction [...]*”) över ett företag (”entity”) (i) genom användande av sådan rösträtt som följer med ett värdepapper, (ii) genom rättigheter som följer av avtal eller (iii) på annat sätt. Det får anses klart att definitionen tar sikte på reell snarare än teoretisk kontroll. Det får också anses klart att definitionen inte träffar den som enbart har ett bestämmande inflytande i någon enskilda fråga (såsom ofta är fallet med kreditgivare som genom kovenanter i kreditavtal erhållit inflytande över vissa frågor i ett företags verksamhet), utan definitionen kräver att det är fråga om ett mer generellt inflytande för att ”control” ska anses vara för handen (jfr ”[...] *direction of the management or policies of an entity [...]*”). I annat fall hade det nämligen kunnat uppkomma en situation där det finns två personer som var för sig har bestämmande inflytande över olika delar av verksamheten, vilket knappast är en situation som *control*-definitionen tar sikte på. Däremot kan det inte antas att den person som ska anses ha ”control” ska ha ett bestämmande inflytande över precis allt i bolaget. Det torde nämligen vara tillfyllest att kontrollpersonen har ett bestämmande inflytande över den typ av sak- och personfrågor som kan avgöras av en bolagsstämma med enkel majoritet. Därtill får det anses klart att det bestämmande inflytandet inte nödvändigtvis måste utövas av en person ensam, utan ett sådant inflytande kan föreligga även i fall där det är två eller flera personer som genom avtal samordnat sitt handlande (jfr 5 a. § årsredovisningslagen (1995:1554) (”ÅRL”).) – Om *control*-definitionen tillämpas på ett aktiebolag är det härvid tveklöst så att den som ensam kontrollerar mer än 50 procent av rösterna i bolaget i fråga i normalfallet ska anses ha kontroll på sätt som följer av definitionen. Detsamma bör gälla för den som tillsammans med någon närstående (jfr 8–9 § ÅRL eller som genom en kommissionär/bulvan (jfr instruktionsrätten enligt 4 § kommissionslagen (2009:865)) kontrollerar ett motsvarande antal röster (jfr ”*directly or indirectly*”). Frågan är emellertid om även lägre nivåer än 50 procent kan kvalificera som ”control”. I 1 kap. 5 § ÅRL anges att den som innehar minst 20 procent av rösterna för samtliga andelar i en juridisk person ska anses ha ett ”*betydande inflytande*” över personen i fråga såvida inte något annat framgår av omständigheterna. Detsamma gäller enligt samma stadgande om företagets dotterföretag eller företaget tillsammans med ett eller flera dotterföretag eller flera dotterföretag tillsammans innehar minst 20 procent av rösterna. Ett ”betydande inflytande” är

Den sistnämnda personkategorin skulle med ett samlingsbegrepp kunna benämnas för *syntetiska kontrollägare*. Därtill inkluderar *Affiliate*-figuren sådana personer som åtagit sig i förhållande till emittenten respektive emittentens moder-, syster-, dotterbolag eller syntetiska kontrollägare att rösta för sina obligationer på sätt som någon av de nu nämnda personkategorierna instruerar. Något som innebär att det inte är möjligt för emittenten eller dennes närstående att kringgå SVPM-villkorens jävsreglering genom användande av kommissions- eller bulvanarrangemang.⁵⁴ Denna personkategori kan lämpligen benämnas *syntetiska emittenter*.⁵⁵

Mot bakgrund av den breda utformning som villkorsförfattaren valt att ge definitionen av *Affiliate*, innebär en inkludering av densamma i definitionen av begreppet *Adjusted Nominal Amount* att SVPM-villkorens jävsregleringar blir väsentligen skarpare och svårare att kringgå för den emittent som överväger något dylikt.⁵⁶ För egen del är jag en stark förespråkare av att *Affiliate*-figuren

dock inte detsamma som ett ”bestämmande inflytande”. Som en jämförelse kan noteras att en av presumptionsreglerna i 4 § lag (2017:631) om registrering av verkliga huvudmän anger att en person som på grund av innehav av aktier, andra andelar eller medlemskap kontrollerar mer än 25 procent av det totala antalet röster i en juridisk person också är den som ska antas ytterst utöva kontrollen över den juridiska personen. Detta är dock en presumptionsregel som är avsedd att komma till användning inom ett helt annat område än det som nu är föremål för diskussion, varför dess relevans vid en analys av *control*-definitionen i SVPM-villkoren antagligen är begränsad. Inom aktiemarknadsrätten används på sina håll 30 procent som en gräns för när kontrolläggande ska anses vara för handen (jfr lag (2006:451) om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden vars syfte är att ge aktieägare i bolag som får en ny kontrollägare möjlighet att lämna bolaget). Klart är dock att den typ av ”control” som definitionen i SVPM-villkoren kräver kan erhållas på ett stort antal olika sätt (genom rösträtt, avtal eller på annat sätt), varför det inte torde vara möjligt att med säkerhet ange någon specifik procentsats för när ”control” ska anses vara för handen. Detta är i stället något som måste avgöras mot bakgrund av omständigheterna *in casu*. Det enda som torde vara möjligt att säga med säkerhet är att ”control” kan vara för handen även i sådana fall där den som äger eller kontrollerar rösterna i emittenten innehar väsentligen mindre än 50 procent av rösterna. Avgörande är om en person har makten att direkt eller indirekt ”cause the direction of the management or policies of an entity”. Hur denna makt erhållits eller på vilken grund den utövas spelar mindre roll.

⁵⁴ Skiljelinjen mellan kommissionsförhållanden och bulvanförhållanden är inte sällan oklar, men av NJA 2020 s. 384 (punkten 16) får anses följa att i de fall syftet med ett kommissionsköp är att dölja vem som är den verkliga huvudmannen så ska ett bulvanförhållande anses vara för handen.

⁵⁵ Ett annat tänkbart begrepp hade kunnat vara *fordringshavarkommissionär*. Detta begrepp bör dock undvikas eftersom det riskerar att sammanblandas med sådana förvaltare av kontoförda obligationer som vid fordringshavarmöten företräder och agerar som kommissionärer för någon verklig ägares räkning, jfr 3 kap. 8–12 §§ lag (1998:1479) om värdepapperscentraler och kontoföring av finansiella instrument (”LVKF”).

⁵⁶ En brist med den nuvarande ordningen är att det enligt punkten 17.4.14 i SVPM-villkoren anges ankomma på *emittenten* att (på begäran av agenten) informera om sådana närståendes (*Affiliates*) obligationsinnehav som denne har kännedom om. Villkorsförfattaren har alltså inte ålagt de närstående någon egen, självständig, upplysningsplikt. Som angavs ovan förutsätter dock jävsfigurens funktion att de som av något skäl ingår i den personkrets som träffas av figuren i

regelmässigt ska inkluderas i dess helhet i definitionen av *Adjusted Nominal Amount*, och skälet till det är att SVPM-villkorens jävsregleringar i annat fall riskerar att uppfattas som verkningslösa rundningsmärken.⁵⁷ Utan att veta säkert, då jag inte gjort någon empirisk undersökning, är min känsla att definitionen av *Adjusted Nominal Amount* i de på den svenska företagsobligationsmarknaden utestående obligationerna i *high yield*-segmentet vanligen inkluderar en hänvisning till en *Affiliate*-figur, och att denna figur i vart fall inkluderar moder- och systerbolag till emittenten samt syntetiska kontrollägare (dvs. punkten (a) i *Affiliate*-definitionen). Däremot saknas inte sällan de syntetiska emittenterna i *Affiliate*-definitionen (dvs. punkten (b) i *Affiliate*-definitionen).⁵⁸ Därtill finns det givetvis också exempel på obligationslån där villkoren helt saknar en *Affiliate*-figur.⁵⁹

Om en *Affiliate*-skrivning läggs med i definitionen av *Adjusted Nominal Amount* kompletterar det skydd som fordringshavarna härmed erhåller på ett fint sätt det skydd mot opportunistiska ageranden som redan följer av SVPM-villkorens förbud mot användande av vissa former av selektiva samtyckespremier samt röstköpsarrangemang.⁶⁰ Det bör dock i detta sammanhang noteras

fråga upplyser agenten/övriga fordringshavare om just detta. Mot bakgrund härav, men också med beaktande av att fordringshavarmötet utgör fordringshavarnas huvudsakliga beslutsorgan, ligger det nära till hands att en upplysningsplikt utgör ett underförstått avtalsvillkor eller en integrerad komponent i den lojalitetsplikt som fordringshavarna har att iakttä inom ramen för sin samverkan under obligationslånet, jfr härvid fotnot 52 ovan med vidare hänvisningar. Personligen kan jag dock tycka att villkorsförfattaren, oaktat den utfyllande rättens innehåll i nu aktuellt avseende, bör överväga att bredda skyldigheten att tillhandahålla ett ”närståendeintyg” enligt punkten 17.4.14 i SVPM-villkoren så att den i tillägg till emittenten även kommer att omfatta just de närstående. En dylik reform vill jag tro skulle ha avhållande effekt för den som överväger att närstående rösta i strid med SVPM-villkoren och därmed i förlängningen också komma att bidra till ett starkt investerarskydd. För att inte i onödan betunga fordringshavarmötet med alltför mycket tungrodd administration skulle härvid kunna övervägas att göra upplysningsskyldigheten absolut för emittenten, medan fordringshavarna i övrigt endast ska behöva tillhandahålla ett intyg på begäran av antingen agenten eller en fordringshavare (eller möjligen en viss andel av fordringshavarna).

⁵⁷ Se dock följande avsnitt i förevarande artikel gällande möjligheterna för dylika obligationsinnehavare att utöva sin rösträtt på ett syftesstridigt sätt.

⁵⁸ Se t.ex. definitionerna av *Adjusted Nominal Amount* och *Affiliate* i KEYTO Group AB (publ) SEK 1 750 000 000 Senior Secured Callable Floating Rate Bonds 2025/2030 med ISIN: SE0026204208. Även som Ilija Batljan Invest AB (publ) SEK 1 350 000 000 Senior Unsecured Floating Rate and PIK Interest Green Notes 2021/2026 med ISIN: SE0016101810.

⁵⁹ Se t.ex. definitionen av *Adjusted Nominal Amount* i Bonava AB (publ) SEK 2 000 000 000 Senior Secured Floating Rate Green Notes med ISIN SE0023950910.

⁶⁰ Se punkterna 17.4.10 (som reglerar användningen av s.k. samtyckes- och *early bird*-premier) och 17.4.11 (som reglerar röstköp) i SVPM-villkoren. – Det kan härvid noteras att den personkrets som enligt punkten 17.4.10 i SVPM-villkoren skyddas mot användningen av vissa typer av selektiva samtyckespremier endast innefattar de fordringshavare som faktiskt röstar vid ett fordringshavarmöte. Övriga fordringshavare omfattas m.a.o. inte av det skydd som följer av villkoret. Det tål att ifrågasättas om detta verkligen är en god ordning eller om skyddet i stället borde utsträckas till att omfatta samtliga fordringshavare. Argumentet för att lämna villkoret

att punkten 17.4.11 i SVPM-villkoren (som innehåller förbudet mot röstköp) är en bestämmelse som är satt inom klammer i mallvillkoren och sålunda något som är ”frivilligt” att lägga med i villkoren. Skulle detta villkor av något skäl inte finnas med så fångas emellertid de flesta röstköpsavtal mellan å ena sidan en emittent eller dennes närstående (*Affiliates*) och å andra sidan en fordringshavare av SVPM-villkorens jävsreglering (under förutsättning att denna reglering innehåller en *Affiliate*-skrivning). Däremot fångar inte jävsregleringen sådana samtyckesprenier som är villkorade av att en viss föreslagen villkorsändring faktiskt röstas igenom. Det har dock gjorts gällande i viss juridisk litteratur och policydokument att dylika incentivstrukturer skulle kunna vara möjliga att angripa på den grunden att de är i strid med likabehandlingsprincipen.⁶¹ Det finns m.a.o. skäl att vara försiktig vid utformningen av kontraktuella

som det nu står och går är att det ger fordringshavare incitament att besvära sig med att aktivt delta i en omröstning och därmed bidra till ett ökat fordringshavarengagemang. Något som i sin tur kan antas bidra till en bättre s.k. *debt governance* och över tid en bättre fungerande företagsobligationsmarknad. Argumentet häremot är närmast att en premie som endast erläggs till vissa men inte alla fordringshavare möjligen skulle kunna anses vara i strid med den likabehandlingsprincip som emittenten har att iaktta i förhållande till fordringshavarna. Motargumentet är dock att premien erbjuds samtliga fordringshavare, men att utbetalning av densamma är villkorad dels av att fordringshavaren röstar (oaktat i vilken riktning) vid fordringshavarmötet, dels av att beslutet faller ut på visst sätt. Samtliga fordringshavare erbjuds sålunda samma möjlighet att komma i åtnjutande av premien, men däremot kan det faktiska premieutfallet komma att skilja sig åt beroende på om fordringshavaren besväras sig med att ta sig tid att rösta. Samma resonemang äger för övrigt giltighet för s.k. *early bird*-premier, dock med den skillnaden att *early bird*-premier inte nödvändigtvis behöver vara kopplad till något visst beslutsutfall. Många gånger är sistnämnda premie endast villkorad av att fordringshavaren röstar inom viss tid. För egen del har jag svårt att se att den användning av samtyckes- och *early bird*-premier som beskrivits ovan skulle kunna utgöra ett agerande i strid med den likabehandlingsprincip som gäller i relationen mellan en emittent och en fordringshavare, men se nästföljande fotnot och vad som anges där om att det *möjligen* kan vara så att det ska göras en åtskillnad mellan sådan olikabehandling i avkastningshänseende som följer av obligationslånevillkoren och som föreligger redan vid emissionstidpunkten och sådan olikabehandling i nu nämnt avseende som aktualiseras p.g.a. någon åtgärd från emittentens sida under ett obligationslåns löptid.

⁶¹ Se Borg, Några observationer från en rådgivare, artikel i Lidman m.fl., Regelfrågor på den svenska företagsobligationsmarknaden, *Jure*, 2024, s. 171 ff., och Lidman, Företagsobligationsmarknadsrätt, *Norstedts Juridik*, 2024, s. 186. Även som kommentaren till punkten II.2.III (Likabehandling av obligationsinnehavare) i det förslag av den 1 april 2025 som Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden genom Arbetsgruppen för självreglering på den svenska företagsobligationsmarknaden. Det bör dock noteras att såväl Borg som Lidman ingår i den arbetsgrupp som arbetat fram förslaget till god sed, varför det inte framstår som särskilt förvånande att arbetsgruppen sällar sig till de marknadsaktörer som ogillar selektiva samtyckesprenier. Det bör i detta sammanhang också noteras att Svensk Värdepappersmarknad i egenskap av huvudman för SVPM-villkoren synes ha en mer liberal inställning till röstincentivstrukturernas förenlighet med likabehandlingsprincipen än de nu nämnda författarna/Föreningen god sed på värdepappersmarknaden (se Svensk Värdepappersmarknads yttrande över remissförslag om Regler avseende emissioner av företagsobligationer av den 9 maj 2025, s. 9 ff.). Detsamma synes gälla för Svenska Bankföreningen (se Svenska Bankföreningens remissyttrande av den 9 maj 2025 med ref. 2025/04/003 gällande förslag till självreglering av den svenska företagsobliga-

incitamentsstrukturer och tillhörande röstinlåsningsåtaganden. Detta än mer så eftersom det beslut som incitamentsgivaren önskar åstadkomma med de aktuella incitamenten också måste vara förenligt med fordringshavarnas kollektiva intresse av förlustminimering (bolagssyftet).⁶²

tionsmarknaden, s. 2). Däremot synes Föreningen god sed på värdepappersmarknaden ha funnit gehör hos Fondbolagens förening (se Fondbolagens förening, Svar på remiss Regler avseende emissioner av företagsobligationer, 9 maj 2025, s. 2.) och Institutionella Ägares Förening (se Institutionella Ägares Förening, Remissvar Självreglering av företagsobligationer, 8 maj 2025). – För min del kokar frågan om samtyckespremiernas förenlighet med likabehandlingsprincipen ner till en fråga om (i) ”lika förutsättningar/möjligheter” och/eller (ii) ”lika utfall”. Är principen begränsad till det förstnämnda är såväl *early bird*- som samtyckespremierna förenliga med likabehandlingsprincipen, medan det motsatta gäller om principen sträcker sig längre och även kräver att fordringshavarna ska ha samma ekonomiska utfall. Skulle det sistnämnda gälla skulle det heller inte vara möjligt att göra någon åtskillnad mellan *early bird*- och samtyckespremier eftersom båda premietyperna just bygger på att vissa villkor uppfylls och det därmed kan bli så att endast vissa fordringshavare kommer att vara premieberättigade. Spontant har jag svårt att se att det finns något stöd i rättskällorna för att principen sträcker sig bortom en skyldighet att erbjuda fordringshavarna samma förutsättningar att komma i åtnjutande av sådana ekonomiska fördelar som kan härledas ur deras obligationsinnehav. Som jämförelse kan nämnas de premieobligationer som historiskt har emitterats av svenska staten. Dessa obligationer såldes till allmänheten och de räntor som betalades under desamma samlades i en pott och lottades ut bland fordringshavarna under premieobligationslånets löptid. Konstruktionen bygger härvid på att samtliga fordringshavare erbjuds samma möjlighet att få del av de fördelar som kommer med obligationsinnehavet, men däremot innebär lotterimekaniken att det ekonomiska utfallet av nödvändighet kommer att vara olika för olika fordringshavare (vinstbeloppen kan vara olika stora och vissa kan vinna en gång, medan andra vinner flera gånger eller aldrig). Möjligen kan det dock vara så att det i likabehandlingshänseende finns anledning att göra åtskillnad mellan sådan olikabehandling i avkastningshänseende som föreligger redan vid emissionstidpunkten och som fordringshavarna kan förhålla sig till i samband med sin investering, och sådan olikabehandling i avkastningshänseende som aktualiseras under ett obligationslåns löptid och som fordringshavarna inte heller hade möjlighet att ha säker vetskap om vid investeringstidpunkten (såsom är fallet med röstincitamentsersättningar av olika slag). En svaghet med sistnämnda synsätt är dock att det mot bakgrund av SVPM-villkorens utformning (som tillåter – eller i vart fall inte kategoriskt förbjuder – incitamentsersättningar av olika slag) får anses sakna stöd i stora delar av den svenska företagsobligationsmarknaden (se de båda ovan nämnda remissvaren från Svensk Värdepappersmarknad respektive Bankföreningen, och där den förstnämnda föreningens remissvar även innehåller ett uttalande om internationella förhållanden). Till detta kommer att om obligationslånevillkor som har sin grund i SVPM-villkoren dels innehåller en skrivning motsvarande punkten 17.4.10, dels saknar ett villkor motsvarande det förbud som stipuleras i punkten 17.4.11 så skulle det på goda grunder kunna argumenteras för att en fordringshavare redan i samband med sin investering (vid emissionstidpunkten respektive investeringar på sekundärmarknaden) har tillräcklig information (vetskap) för att förstå att denne kan komma att bli föremål för i vart fall en viss typ av olikabehandling i avkastningshänseende. Detta åtminstone i sådana fall där fordringshavaren är en professionell investerare som sedan tidigare är bekant med den svenska företagsobligationsmarknaden och SVPM-villkoren. Med det sagt ligger dock den nu aktuella frågan utanför ämnet för förevarande artikel, varför jag får återkomma till densamma i ett annat sammanhang.

⁶² Se avsnitt 1 ovan (särskilt fotnot 15–19 med vidare hänvisningar). Jfr även dels *Assénagon Asset Management S.A. v Irish Bank Resolution Corporation Limited* [2012] EWHC 2090 (Ch)

Rättsverkan av att träffas av SVPM-villkorens jävsreglering kan bli stor för en enskild fordringshavare. En sådan fordringshavare förlorar t.ex. rätten att självständigt alternativt tillsammans med andra fordringshavare instruera agenten att säga upp obligationslånet till omedelbar återbetalning⁶³ samt möjligheten att initiera fordringshavarmöten⁶⁴ och byten av agent. En fordringshavare som träffas av jävsregleringen förlorar också rätten att rösta vid fordringshavarmöten,⁶⁵ och dennes obligationer kommer heller inte beaktas när frågan om kворum vid dylika möten ska avgöras.⁶⁶ Skulle en fordringshavare ha deltagit i en omröstning vid ett fordringshavarmöte trots att denne är jävig och detta kommit att resultera i ett beslut i strid med fordringshavarkollektivets intresse av förlustminimering, kan även ett skadeståndsansvar komma att aktualiseras för den jävige fordringshavaren.⁶⁷

SVPM-villkoren innehåller inte något hinder mot att en jävig fordringshavare deltar i *handläggningen* av den fråga i vilken fordringshavaren är jävig. Något som innebär att det inte torde finnas något hinder för en jävig fordringshavare att delta i överläggningar och debatter vid ett fordringshavarmöte även i sådana fall där fordringshavaren i fråga är jävig i beslutssaken. En annan konsekvens av denna ordning är att även sådana fordringshavare som är jäviga ska kallas till ett fordringshavarmöte och erhålla samma underlag som övriga fordringshavare gällande de ärenden som ska bli föremål för behandling.⁶⁸ Det bör dock noteras att *initiativrätten*, dvs. rätten att begära att ett fordringshavarmöte sammankallas för att fatta beslut i en viss sakfråga, som huvudregel endast tillkommer sådana fordringshavare som inte träffas av SVPM-villkorens jävsreglering.⁶⁹

Det tål att noteras att SVPM-villkorens jävsreglering inte begränsar sig till vissa specifika beslutsfrågor där en fordringshavares intressekonflikt med bolaget är att anse som särskilt påfallande, utan den fordringshavare som tillhör en sådan personkategori som träffas av regleringen förlorar rätten att rösta i *alla* frågor som överhuvud kan underställas fordringshavarmötet för beslut. Jävs-

där ett fordringshavarmötesbeslut som kommit till genom användningen av en s.k. *exit consent*-teknik sattes åt sidan p.g.a. att det ansågs strida mot fordringshavarkollektivets intressen, dels Fuller, *Corporate Borrowing – Law and Practice*, 5 uppl., Jordan Publishing, 2016, s. 313 f., som bl.a. anger att sådana majoritetsbeslut där majoritetens agerande styrs av ett egenintresse av något slag som är i strid med fordringshavarkollektivets intresse kan komma att drabbas av ogiltighet.

⁶³ Se punkten 15.1 i SVPM-villkoren.

⁶⁴ Se punkten 17.1.2 i SVPM-villkoren.

⁶⁵ Se punkten 1.1 och definitionen av *Adjusted Nominal Amount* samt punkterna 17.3.3, 17.4.1, 17.4.2 och 17.4.3 i SVPM-villkoren.

⁶⁶ Se punkten 17.4.5 i SVPM-villkoren.

⁶⁷ Jfr punkten 17.4.12, 2 men., i SVPM-villkoren. Ett skadeståndsansvar i en situation som den nu nämnda följer dock även av 4 kap. 2 § BL jfr med 2 kap. 14 § BL samt allmänna principer om skadestånd i kontraktsförhållanden.

⁶⁸ Se punkten 17.2.1 i SVPM-villkoren.

⁶⁹ Se punkten 17.1.2 i SVPM-villkoren.

regleringen kräver därmed inga överväganden kring om en enskild fordringshavares direkta eller indirekta intresse i någon viss sakfråga är i strid med fordringshavarkollektivets intresse av förlustminimering. Det är sålunda fråga om en jävskonstruktion som avviker i betydande mån från vad som gäller vid ägar-/medlemsbeslutsfattande enligt de huvudsakliga associationsrättsliga lagarna.⁷⁰

Ett beslut som kommit till i strid med SVPM-villkorens jävsreglering träffas som utgångspunkt av ogiltighet.⁷¹ Något som innebär att beslutet i fråga heller inte får verkställas av agenten eller annan. Det förhållandet att SVPM-villkorens jävsregel är procedurell till sin karaktär medför dock att ogiltighetspåföljden möjligen skulle kunna komma att modifieras under vissa förutsättningar. Det sistnämnda är närmast avhängigt av om rättsstridiga beslut av ett fordringshavarmöte är föremål för en *samtliga-fordringshavares-samtyckes-princip* respektive en *kausalitetsprincip* motsvarande vad som anses gälla för t.ex. bolags- och föreningsstämmobeslut.⁷² Vad gäller den förstnämnda principen är svaret utan tvekan jakande. SVPM-villkorens jävsreglering är en fordringshavarskyddsregel. Det innebär att om samtliga fordringshavare samtycker till att en jävig fordringshavare ska få delta i en omröstning eller att ett beslut som är behäftat med fel p.g.a. jäv ska tillerkännas giltighet så kommer så också att bli fallet. Vad avser kausalitetsprincipen har jag i andra sammanhang angett att det ligger nära till hands att även den principen äger tillämpning i en fordringshavarmöteskontext, men då samtidigt gjort gällande att principen har ett begränsat tillämpningsområde och att det måste anses råda en presumtion för att beslut som kommit till i strid med någon procedurregel är ogiltiga. Jag ska inte upprepa skälen för detta här, utan nöjer mig med att framhålla att jag inte ändrat uppfattning. Det är trots allt proceduren som säkrar saken, och det är därmed för beslutsligitimiteten av yttersta vikt att procedurreglerna tillåts ha ett stort genomslag när ett visst besluts giltighet är föremål för ifrågasättande.⁷³ Jag skulle t.o.m. vilja påstå att detta gör sig än mer gällande i en fordringshavarkontext, vilket följer av att beslutsverkan i regel träffar de enskilda fordringshavarna direkt på ett annat sätt än vad som är fallet med avseende på beslutsfattande inom ramen för associationer med rättspersonlighet.

⁷⁰ Jfr 7 kap. 46 § ABL och 6 kap. 37 § FL.

⁷¹ Johansson, Svensk associationsrätt i huvuddrag, 14 uppl., Norstedts Juridik, 2026, s. 222 f., och Nial, Hemström och Stattin, Om handelsbolag och enkla bolag, 5 uppl., Norstedts Juridik, 2022, s. 129 f. och s. 351 f.

⁷² Av kausalitetsprincipen följer att bifall till en talan om klander av bolags- eller föreningsstämmobeslut som har sin grund i någon form av procedurellt fel förutsätter att felet i fråga tydligt har inverkat på beslutsutfallet, se t.ex. NJA 2019 s. 587 (punkten 12). Jfr också 4 kap. 25 § 1 st. p. 5 FrekL och 12 kap. 19 § 1 st. p. 1 konkurslagen (1987:672) ("KL") där det anges att rätten *inte* är skyldig att fastställa ett ackordsbeslut om det förekommit ett fel i samband med ackordsfrågans handläggning och detta fel *kan ha inverkat* på frågans utgång.

⁷³ Se Andrews, Går det genom klander eller något annat processuellt taleinstitut att få ett fordringshavarmötesbeslut upphävt, förklarar oförbindande, ogiltigt eller ändrat?, artikel i Lidman m.fl., Regelfrågor på den svenska företagsobligationsmarknaden, Jure, 2024, s. 88 ff.

3.2 Tillhandahåller den utfyllande rätten en tillämplig jävsfigur?

3.2.1 Emittenten och dess dotterbolag

Det tål att funderas på vad som gäller för det fall obligationsvillkor skulle sakna jävsregleringar motsvarande vad som återfinns i SVPM-villkoren. Min uppfattning är att det av allmänna rättsprinciper följer att såväl *emittenten* som *dess dotterbolag* även i en sådan situation är förhindrade p.g.a. jäv att rösta för sina obligationer vid ett fordringshavarmöte.⁷⁴ Intressekonflikten är för denna personkategori helt enkelt så frapperande att den endast kan accepteras om övriga parter antingen *ex ante* eller i samband med att konflikten ställs på sin spets lämnar sitt godkännande till att emittenten och dennes dotterbolag tillåts utöva inflytande över den sakfråga som det ankommer på någon viss andel av fordringshavarna att bestämma över. Mot bakgrund härav får i linje med vad som angavs i föregående avsnitt även anses gälla att emittenten och dennes dotterbolag är underkastade en skyldighet att upplysa agenten och övriga fordringshavare om sina egna obligationsinnehav.

Det ovan nämnda innebär sålunda att det på samma sätt som i de avtalsreglerade situationerna är tillhörigheten till en viss personkategori som är jävsgrundande för emittenten och dennes dotterbolag. Det finns m.a.o. inget behov av att i en beslutssituation av något slag hänge sig åt många gånger svårutredda och komplicerade intressebedömningar, utan det räcker för de berörda parterna att förhålla sig till enkla och objektivt iakttagbara förhållanden när de har att ta ställning till jävsfrågor för den nu aktuella personkategorin.

En betydelsefull skillnad i förhållande till vad som gäller för t.ex. aktieägare vid bolagsstämma enligt ABL är dock att en obligation som innehas av emittenten eller dennes dotterbolag får *företrädas* vid fordringshavarmötet i alla avseenden utom genom att rösta för desamma.⁷⁵ Betydelsen härav är kanske inte särdeles stor för emittenten som oaktat sitt innehav av egna obligationer har rätt att godkänna alla beslut vid fordringshavarmöten som påverkar dennes rättigheter eller skyldigheter under obligationslånet.⁷⁶ För dotterbolag och sådana av emittenten närstående parter som fångas av *Affiliate*-definitionen kan dock

⁷⁴ Jfr vad som gäller för aktier enligt de lagregleringar som det hänvisas till i fotnot 48 ovan samt – med avseende på statsobligationer – Lee C. Buchheit & G. Mitu Gulati, *Sovereign Bonds and the Collective Will*, 51 *Emory Law Journal*, 2004, s. 1317 ff.(s. 1340), respektive Hofmann, *Enfranchisement and Disenfranchisement in Collective Action Clauses*, artikel i antologin *Collective Action Clauses and the Restructuring of Sovereign Debt*, Walter de Gruyter GmbH, 2013, s. 45 ff. (s. 64). Vad gäller statsobligationer som regleras av engelsk eller den amerikanska delstaten New Yorks lagstiftning bör dock noteras att fordringshavarkollektiven under dessa *inte* är att klassificera som någon association, varför friheten att rösta i egenintresset är större än vad som kan antas vara fallet i en situation där fordringshavaren är att anse som medlem i ett personbolag och där det finns ett tydligt associationsintresse att förhålla sig till.

⁷⁵ Jfr 7 kap. 7 § ABL.

⁷⁶ Se punkten 17.4.8 i SVPM-villkoren.

rätten att bli kallade till ett fordringshavarmöte samt få del av beslutsunderlag respektive närvara och yttra sig i de sakfrågor som är föremål för behandling vid detsamma ha ett visst (om än begränsat) värde.

3.2.2 Moder-, systerbolag samt syntetiska kontrollägare

Huruvida sådana närstående som omfattas av SVPM-villkorens *Affiliate*-figur kan bli föremål för oskrivna principer om jäv i händelse av att det saknas skrivna regleringar i obligationslånevillkor är inte självklart. Som angavs i avsnitt 1 ovan saknar BL särskilda jävsstadganden. Det finns enligt min uppfattning heller inget handelsbruk inom området att falla tillbaka på.⁷⁷ Frågan är sålunda om det finns någon tillämplig oskriven jävsfigur för den nu aktuella situationen.

I en fordringshavarmöteskontext torde svaret på den ovan ställda frågan och – om det skulle visa sig finnas en oskriven jävsfigur – var jävsribban i så fall ligger vara att söka på två ställen; inom insolvensrätten respektive den allmänna associationsrätten. Det förstnämnda p.g.a. att det vid såväl ett fordringshavarmöte enligt SVPM-villkoren som ett borgenärssammanträde enligt FrekL och KL är fordringsrätter som är bärare av fordringshavarnas/borgenärernas röster, men också p.g.a. likheten mellan de frågor som fordringshavarmötet/borgenärssammanträdet många gånger har att ta ställning till. Till detta kommer att det i den juridiska litteraturen har angetts att lagstadgandena i FrekL och KL kan komma till användning analogt vid avgörande av oreglerade frågor som uppkommer inom ramen för underhandsförfaranden av olika slag.⁷⁸ Att identifiera, söka ledning i och om möjligt låta de jävsregimer som kan finnas i den allmänna associationsrätten komma till användning i en fordringshavarkontext är även det naturligt mot bakgrund av att fordringshavarkollektivets samverkan under ett obligationslån utgör ett enkelt bolag, men också som en följd av att fordringshavarnas beslutsfattande verksamhet bygger på samma grundläggande principer som styr andra associationsformers beslutsfattande.

Vad gäller emittentens moder- och systerbolag samt syntetiska kontrollägare kan först och främst noteras att varken KL eller FrekL innehåller jävsregleringar som hindrar dylika närståendeparter till en gäldenär att utöva rösträtt vid plan- respektive ackordsborgenärssammanträden. Det kan dock noteras att Hovrätten

⁷⁷ Se Andrews, Borgenärskollektiv – En studie av fyra borgenärskollektivs rättsliga klassificering, Jure, 2022, s. 362 ff. och densamme i Går det genom klander eller något annat processuellt taleinstitut att få ett fordringshavarmötesbeslut upphävt, förklarad oförbindande, ogiltigt eller ändrat?, artikel i Lidman m.fl., Regelfrågor på den svenska företagsobligationsmarknaden, Jure, 2024, s. 35 (fotnot 8), samt Lidman, Företagsobligationsmarknadsrätt, Norstedts Juridik, 2024, s. 129.

⁷⁸ Arnesdotter, Om konvertibla skuldebrev och kvitning vid ackord, JT 1994–95 s. 8 ff. (s. 9), och Lindskog, Betalning – Om kongruent infriande av penningkulder och andra betalningsrättsliga frågor (2022, version 3, JUNO), under rubriken 13.2.1. Skulduppställning (s. 800).

för Västra Sverige i ett fall från 2017 har vägrat *fastställelse* av ett offentligt ackord enligt 3 kap. 25 § 2 st. i 1996 års FrekL på bl.a. den grunden att närstående till gäldenären innehade fordringar som medförde att de närstående sammantaget hade röster som medförde att de kunde rösta igenom det aktuella ackordsförslaget och därmed omöjliggjorde för övriga borgenärer att överhuvud utöva inflytande över utgången av omröstningen.⁷⁹ Hovrättens beslut är i väl linje med äldre insolvens- och rekonstruktionsrättslig litteratur i vilken det angetts att det inte finns något hinder mot att gäldenären närstående personer deltar och röstar vid ackordsborgenärssammanträden, men att det i sådana fall där de närståendes röster varit tungan på vågen och de borgenärer som motsatt sig ackordet anfört sakliga skäl härför kan finnas anledning för rätten att vägra fastställelse.⁸⁰

I den nu gällande FrekL finns det inte någon möjlighet att begränsa rösträtten för de parter som är att anse som berörda av en rekonstruktionsplan och därmed också röstberättigade. De risker som följer av intressestridigt röstande eller någon annan form av missbruk från gäldenärens ägares eller närstående parter sida motverkas i stället av andra skyddsregler inom ramen för rekonstruktionsförfarandet. Som exempel på sådana regler i FrekL kan nämnas att förfarandet är föremål för domstolskontroll och leds av en av rätten utsedd rekonstruktör, att rekonstruktören har ett i lag reglerat skadeståndsansvar i förhållande till bl.a. rekonstruktionsborgenärerna.⁸¹ Till detta kommer att berörda parter ska delas in i grupper utifrån deras respektive intressen, att de berörda parterna har rätt att anmärka mot gruppindelningen, att rätten *ex officio* har att pröva förslaget till gruppindelning, att rätten har att vägra att fastställa rekonstruktionsplaner som inte är i borgenärernas bästa intresse samt de särskilda förutsättningar som måste vara för handen för att en gruppöverskridande s.k. *cram-down* ska kunna komma i fråga.⁸² FrekL:s hantering av olika borgenärsintressen inom ramen för omröstnings- och beslutssituationen bygger m.a.o. på en blandning av proaktiva och reaktiva borgenärsskyddsregler. Klart är också att det fastställelseförbud som kan komma i fråga enligt FrekL påminner mycket om den ogiltighetssanktion som träffar syftesstridiga beslut i enkla bolagsförhållanden.⁸³

Frågan är emellertid om inte jävsribban för den nu aktuella närståendekategorin ligger högre enligt den tillämpliga utfyllande rätten än vad den insolvensrättsliga ordningen ger uttryck för. En viktig skillnad mellan ett borgenärskollektiv i ett lagreglerat insolvensförfarande och ett fordringshavarkollektiv under ett obligationslån som regleras av SVPM-villkoren är som ovan angetts att den

⁷⁹ Hovrätten för Västra Sveriges beslut av den 11 maj 2017 i mål nr ÖÅ 2455-17.

⁸⁰ Prop. 1970:136, s. 122, och Gregow och Walin, Ackordslagen m.m., P A Norstedts & Söners förlag, 1972, s. 107. Jfr även Welamson, Konkursrätt, P A Norstedts & Söners förlag, 1961, s. 165 och s. 719.

⁸¹ Se 2 kap. 13 § och 8 kap. 2 § FrekL.

⁸² Se 4 kap. 5, 14 17 och 23–28 §§ FrekL.

⁸³ Jfr Johansson, Svensk associationsrätt i huvuddrag, 14 uppl., Norstedts Juridik, 2026, s. 165 och s. 222 f.

sistnämnda, men inte den förstnämnda, sammanslutningens samverkan är att klassificera som ett *enkelt bolag*. Vid fastställande av vad som utgör utfyllande rätt måste därför undersökas i vad mån det i den associationsrättsliga materian kan finnas tillämpliga jävsgrunder.

Ett viktigt avstamp härvidlag är att BL som tidigare nämnts saknar jävsregleringar motsvarande vad som finns i ABL respektive FL för aktieägare/medlemmar respektive bolags-/föreningsföreträdare. Lagstadgandena i BL gällande bolagsmännens inbördes rättigheter och skyldigheter är därtill dispositiva, vilket innebär att lagstiftaren gett bolagsmännen en långtgående frihet att inrätta sina rättsförhållanden på det sätt de finner bäst. Det får i linje härmed anses följdriktigt att den jävsdiskussion som förs i förarbetena till BL tar sitt avstamp i ett uttalande av Nial om att allmänna associationsrättsliga grundsatsen om jäv inte gäller för bolagsmän i personbolagsförhållanden.⁸⁴ Mot bakgrund av inte minst lojalitetspliktens omfattande av rättspraxis under de senaste decennierna kan det dock sättas i fråga om det sistnämnda alltjämt äger giltighet. Till det kommer att inte ens de tjänstemän på justitiedepartementet som arbetat fram den proposition där Nials nyss nämnda uttalande refereras inte heller synes ha ställt sig bakom detsamma. Som skäl för att inte införa särskilda jävsstadganden i BL angavs nämligen bl.a. att dylika regleringar skulle innebära en onödig formalisering av regelsystemet mot bakgrund av att enskilda bolagsmän redan var underkastade en ”allmän trohetsplikt” mot bolaget.⁸⁵ I den utredning som föregick propositionen angavs denna plikt innebära att enskild bolagsman dels har att efter bästa förmåga främja bolagets intresse, dels vid handlande för bolagets räkning inte får sätta sitt eget intresse framför bolagets i sådana fall där det föreligger en intressekonflikt mellan de två.⁸⁶ För egen del har jag svårt att förstå förarbetena på annat sätt än att de hänvisar till en form av oskriven rättsregel om lojalitet som i vissa situationer kan ha jävsverkningskraft. Till det nu nämnda kommer att det för de ideella föreningarna saknas lagstiftning om jäv, men att det i den juridiska litteraturen trots detta synes råda stor enighet om att de jävsbestämmelser som gäller för medlemmar samt företrädare för ekonomiska föreningar (och som är identiska med de jävsbestämmelser som gäller i en aktiebolagsrättslig kontext) ska äga tillämpning analogt i den ideella föreningssammanhanget.⁸⁷

⁸⁴ Jfr prop. 1979/80:143, s. 51.

⁸⁵ Prop. 1979/80:143, s. 51. Som skäl för att inte införa jävsstadganden i BL angavs i propositionen dels att det i det praktiska rättslivet inte synes ha funnits något behov av dylika regler, dels att det (som också nämndes i löptexten) skulle innebära en onödig formalisering av regelsystemet att införa sådana regler. Vad gäller det sistnämnda framhölls särskilt de enskilda bolagsmännens intresse i bolaget, det personliga ansvaret för bolagens förbindelser samt den i löptexten nämnda trohetsplikten mot bolaget.

⁸⁶ Se SOU 1978:67, s. 98.

⁸⁷ Lindskog, *Ideella föreningar – I ljuset av den allmänna associationsrätten*, Norstedts Juridik, 2023, s. 292 och s. 310, med vidare hänvisningar.

En i detta sammanhang betydelsefull skillnad mellan en bolagsman i ett personbolag i form av ett enkelt bolag å ena sidan och en aktieägare i ett aktiebolag respektive en medlem i en ekonomisk eller ideell förening å andra sidan, är att den förre men inte de senare är underkastade en *bidragsplikt* i förhållande till associationen.⁸⁸ En bolagsmans skyldigheter i ett enkelt bolagsförhållande har vid en första anblick sålunda mer gemensamt med en styrelseledamot/verkställande direktörs skyldigheter i förhållande till ett aktiebolag/förening än en aktieägars/medlems skyldigheter i förhållande till de sistnämnda associationsformerna. Det nu nämnda ska givetvis *inte* förstås på så sätt att en bolagsman i ett enkelt bolag och en styrelseledamot i alla avseenden ska behandlas på samma sätt vad gäller deras relation till associationen. En bolagsman i ett enkelt bolag är t.ex. inte underkastad någon allmän skyldighet att aktivt undvika intressekonflikter motsvarande vad som kan antas gälla för styrelseledamöter i t.ex. aktiebolag. Det är därtill en väsentlig skillnad mellan beslut som fattas av ett fåtal ägarrepresentanter och som kommer till i slutna styrelserum och sådant beslutsfattande som sker inom ramen för ett enkelt bolag, och som i utgångsläget inkluderar och tillåter samtliga ägare/bolagsmän att utöva avgörande inflytande över detsamma.⁸⁹ Däremot är det mot bakgrund av den nu nämnda likheten naturligt att lojalitetsplikten är mer omfattande för en bolagsman i den enkla bolagskontexten jämfört med vad som är fallet för en aktieägare eller föreningsmedlem.⁹⁰ Detta är också något som i sig motiverar en jävsregel för att säkerställa att bidragsplikten inte försummas i samband med rättshandlande av olika slag i eller för personbolaget, t.ex. vid utövande av rösträtt i samband med majoritetsbeslutsförfaranden.⁹¹

Behovet av en jävsfigur förstärks av att det är *samförvaltning* som utgör utgångspunkten för ett enkelt bolags förvaltning såvida inte annat särskilt avtalats.⁹² Med en sådan förvaltningsmodell är risken överhängande för att övriga bolagsmän i avsaknad av en ändamålsenlig jävsfigur inte effektivt skulle kunna reagera mot t.ex. intressestridigt utövande av vetorätten från en enskild bolags-

⁸⁸ Lindskog, Lag om handelsbolag och enkla bolag – En kommentar, Norstedts Juridik, 3 uppl., 2019, s. 70.

⁸⁹ Jfr 4 kap. 3 § BL.

⁹⁰ Jfr NJA 1962 s. 359, Almlöf och Östberg, Om rättsmissbruk i aktiebolagsrätten – Särskilt om minoritetsmissbruk (Del II av II), SvJT 20024 s. 167 ff. (s. 178 f. med vidare hänvisningar) samt Dotevall, Samarbete i bolag – Om personbolag, 4 uppl., Norstedts Juridik, 2025, s. 45, s. 47 och s. 136, respektive Lindskog, Lag om handelsbolag och enkla bolag – En kommentar, Norstedts Juridik, 3 uppl., 2019, s. 70.

⁹¹ Jfr dock Johansson, Svensk associationsrätt i huvuddrag, 14 uppl., 2026, s. 236, som gör gällande att sådana styrelseledamöter i handelsbolag och enkla bolag som också är bolagsmän inte torde ha att förhålla sig till någon särskild jävsfigur.

⁹² Jfr Dotevall, Samarbete i bolag – Om personbolag, Norstedts Juridik, 4 uppl., 2025, s. 136, och Lindskog, Lag om handelsbolag och enkla bolag – En kommentar, Norstedts Juridik, 3 uppl., 2019, s. 260 och s. 938 f.

mans sida.⁹³ De skäl som talar för en jävsreglering av nu nämnt slag är emellertid för handen även i sådana fall där bolagsmännen avtalat om en förvaltningsmodell som är baserad på *majoritetsbeslutsfattande*. I en sådan situation är minoriteten förhindrad att lägga in sitt veto mot majoritetens beslut och kan sålunda inte luta sig mot det skydd som vetorätten enligt BL ger en enskild bolagsman.⁹⁴ Detta förhållande är i sig något som kräver att andra skyddsregler aktiveras för att säkra att syftesstridiga intressen inte tillåts påverka beslutsfattandet och i förlängningen bolagets verksamhet.

I den juridiska litteraturen har Johansson och Nial m.fl. (den förstnämnde med hänvisning till Nial och de sistnämnda med hänvisning till förarbetena till BL som i sin tur refererar ett uttalande av Nial) gjort gällande att bolagsmännens skydd mot syftesstridigt handlande i ett personbolags beslutsfattande verksamhet utgörs av likabehandlingsprincipen samt av att syftesstridiga beslut träffas av ogiltighet. Dessa författare är härvid av uppfattningen att det i avsaknad av tillämpliga lagregler i BL samt särskilda jävsregleringar i bolagsavtalet saknas jävsgrunder som äger tillämpning i ett personbolagsförhållande.⁹⁵ Möjligen bekänner sig även Karlgren och Svensson till samma ståndpunkt som Johansson och Nial m.fl.⁹⁶

De ovan nämnda författarnas ståndpunkt står emellertid inte oemotsagd. Enligt Dotevall utgör en jävsregel en av flera beståndsdelar i den *associationsrättsliga lojalitetsplikt* som gäller mellan bolagsmän i enkla bolag.⁹⁷ Dotevall gör så som det får förstås även gällande att jävsregeln innefattar ett förbud för en bolagsman att tillgodose sitt egenintresse på bekostnad av det enkla bolaget eller de övriga bolagsmännen.⁹⁸ Även Munukka, Sandström och Östberg synes vara inne på tankegångar som påminner om Dotevalls. Samtliga tre författare förefaller nämligen vara av uppfattningen att den lojalitetsplikt som bolags-

⁹³ Se 4 kap. 3 § BL.

⁹⁴ Jfr Andrews, Borgenärskollektiv – En studie av fyra borgenärskollektivs rättsliga klassificering, Jure, 2022, s. 222 (fotnot 769), med vidare hänvisningar.

⁹⁵ Johansson, Svensk associationsrätt i huvuddrag, 14 uppl., Norstedts Juridik, 2026, s. 165 och s. 222 f., samt Nial, Hemström och Stattin, Om handelsbolag och enkla bolag, 5 uppl., Norstedts Juridik, 2022, s. 128 ff. och s. 351 f. – Som förhoppningsvis redan framgått av löptexten har jag svårt att se att förarbetena till BL ger stöd för en slutsats av innebörd att bolagsmän i personbolag inte skulle vara föremål för någon form av jävsfigur. Vad som däremot tål att diskuteras är hur långtgående den lojalitetsplikt (”trohetsplikt”) som det hänvisas till i förarbetena är i jävshänseende, dvs. omfattar den endast (vissa?) fall av självkontrahering eller fångar den också intressekonflikter mellan en enskild bolagsman och ett personbolag/dennes medbolagsmän mer allmänt.

⁹⁶ Jfr Karlgren, En bok om bolag – Några randanteckningar, SvJT 1952 s. 609 ff. (s. 614), och Svensson, Handelsbolagslagen: kommentar till lagen om handelsbolag och enkla bolag, Tholin och Larsson-gruppen, 1981, s. 58.

⁹⁷ Dotevall, Samarbete i bolag – Om personbolag, 4 uppl., Norstedts Juridik, 2025, s. 45 och s. 136.

⁹⁸ Dotevall, Samarbete i bolag – Om personbolag, 4 uppl., Norstedts Juridik, 2025, s. 136.

männen har att förhålla sig till kan få verkan som jäv.⁹⁹ Det förhållandet att Dotevall, Munukka, Sandström och Östberg använder sig av eller tar avstamp i en jävsterminologi/-resonemang kan inte vara att förstå på annat sätt än att de ur lojalitetsplikten extraherar en regel som proaktivt syftar till att förhindra att beslut fattas under inflytande av bolagsfrämmande intressen, vilket är något annat än en reaktiv ogiltighetsnorm av det slag som Johansson och Nial m.fl. predikar och som blir tillämplig först när ett syftesstridigt beslut faktiskt är för handen. Till skillnad från Dotevall uttalar sig dock varken Munukka, Sandström eller Östberg närmare om vad som mer specifikt utgör jävsgrund eller på vilken höjd jävsribban ligger i en enkel bolagskontext.

Även Lindskog synes vara av uppfattning att en jävsregel följer av den associationsrättsliga lojalitetsprincipen, och att en dylik regel blir tillämplig i en enkel bolagskontext så snart så snart den sakfråga som är för handen gäller något som en bolagsmans har ett egenintresse i och detta intresse är i konflikt med bolagsintresset.¹⁰⁰ I en sådan situation ankommer det enligt Lindskog på den jävige bolagsmannen att avstå från att agera i eller för bolaget.¹⁰¹ Lindskogs jävsregel har vid en första anblick ett vidsträckt tillämpningsområde. Lindskog uttalar emellertid att särskilt att regeln ska tillämpas snävt i en enkel bolagskontext. Skälet till det är enligt Lindskog att ett syftesstridigt agerande kan kvalificera som ”viktig grund” enligt 4 kap. 7 § 2 st. BL (med vidare hänvisning till 2 kap. 25 § BL) och sålunda vara skäl för att det enkla bolaget på begäran av bolagsman ska träda i likvidation, vilket enligt Lindskog är något som i sig ofta erbjuder en enskild bolagsman tillräckligt skydd mot syftesstridiga ageranden.¹⁰² Lindskog anger dock också att rättsordningen inte bör nöja sig med reaktiva skyddsbestämmelser, utan i sådana fall där proaktiva regler såsom jävsregler på ett effektivt och ändamålsenligt sätt kan hantera en identifierad intressekonflikt så bör sådana regler också komma till användning. Vidare framhåller Lindskog att det förhållandet att andra bolagsrättsliga skyddsregler möjligen kan äga tillämpning i regel heller inte kan ersätta en jävsfigurs hela funktion.¹⁰³

⁹⁹ Munukka, Kontraktuell lojalitetsplikt, Jure, 2007, s. 312, Sandström, Handelsbolag och enkla bolag, 9 uppl., Norstedts Juridik, 2021, s. 73, och Östberg, Om aktieägares lojalitetsplikt, SvJT 2018 s. 265 ff. (s. 269).

¹⁰⁰ Lindskog, Lag om handelsbolag och enkla bolag – En kommentar, 3 uppl., Norstedts Juridik, 2019, s. 71 och s. 255 f. (särskilt fotnot 871) och s. 938 f.

¹⁰¹ Lindskog, Lag om handelsbolag och enkla bolag – En kommentar, 3 uppl., Norstedts Juridik, 2019, s. 71.

¹⁰² Lindskog, Lag om handelsbolag och enkla bolag – En kommentar, 3 uppl., Norstedts Juridik, 2019, s. 938 f.

¹⁰³ Lindskog, Lag om handelsbolag och enkla bolag – En kommentar, 3 uppl., Norstedts Juridik, 2019, s. 71 och s. 255 f. (särskilt fotnoterna 871–872). Det ska noteras att delar av Lindskogs nu redovisade resonemang förs i anslutning till en diskussion om jäv i handelsbolag. De argument Lindskog lyfter fram är dock allmänna till sin karaktär och får därför som utgångspunkt anses äga giltighet för personbolag generellt.

Lika med Lindskog är det min uppfattning att identifierade intressekonflikter bör hanteras proaktivt i samband med beslutsförfaranden. En annan ordning vore både affäretiskt felaktig och rättsekonomiskt ineffektiv. I linje härmed, och lika med flera av de författare som nämnts ovan, är det min uppfattning att det finns en jävsfigur som äger tillämpning i ett enkelt bolagsförhållande och att denna figur har sin grund i den associationsrättsliga lojalitetsplikt som gäller mellan bolagsmännen.¹⁰⁴ Detta är även väl i linje med vad som anges i förarbetena om den ”trohetsplikt” som de enskilda bolagsmännen är underkastade i förhållande till bolaget.¹⁰⁵ En ordning som inte erkänner några jävsregleringar vore också systemfrämmande i en organisationsrättslig kontext i allmänhet och för samverkansformer som tillämpar majoritetsbeslutsfattande i synnerhet, varför även organisations- och mötesrättslig systemkoherens talar för förekomsten av en jävsfigur.¹⁰⁶ Inte minst eftersom det finns ett värde i ett rättssystem som kännetecknas av att lika fall behandlas lika och att de skrivna och oskrivna normer som systemet tillhandhåller så långt möjligt är såväl logiskt som funktionellt förenliga med varandra.¹⁰⁷ Till detta kommer en jävsfigurs förmodat preventiva verkan vad avser bolagsskadliga åtgärder från enskilda bolagsmäns sida, men också figurens funktion för att säkerställa transparens mellan bolagsmännen och fungera som katalysator för att lyfta upp eventuella intressekonflikter till ytan för diskussion och beslut.¹⁰⁸ Att snabbt kunna reagera mot potentiellt bolagsskadliga åtgärder är därtill ett ändamål i sig. Risken för dylika åtgärder är nämligen betydande om det inte är möjligt att direkt och med effektiva rättsmedel agera mot en bolagsman som sätter sitt egenintresse framför bolagsintresset när väl kännedom om en intressekonflikt erhållits.

Mot bakgrund av genomgången och analysen ovan kan konstateras att samtliga bolagsmän i ett enkelt bolagsförhållande torde ha att förhålla sig till någon form av jävsfigur. Tillämpat på ämnet för denna artikel innebär detta att de personkategorier som är föremål för behandling i förevarande avsnitt och som också är fordringshavare har att förhålla sig till de rättighetsbegränsningar och skyldigheter som följer av jävsfiguren i fråga. Något som är en god ordning eftersom en avsaknad av en jävsreglering antagligen hade inverkat menligt på möjligheterna att få till stånd beslut som var i fordringshavarkollektivets intresse. Att göra gällande ”viktig grund” och falla tillbaka på likvidationsmög-

¹⁰⁴ Att lojalitetsplikten gäller mot de övriga bolagsmännen och inte mot bolaget som sådant är en konsekvens av att det enkla bolaget saknar rättspersonlighet.

¹⁰⁵ Prop. 1979/80:143, s. 51, och SOU 1978:67, s. 98.

¹⁰⁶ Jfr t.ex. 6 kap. 19 §, 7 kap. 21 § riksdagsordningen (2014:801), 5 kap. 47 §, 6 kap. 28–32 §§ kommunallagen (2017:725), 4 kap. 13–15 §§ jfr med 16 kap. 3 § rättegångsbalken (1942:740) samt jävsbestämmelserna i de huvudsakliga associationsrättsliga lagar som det hänvisas till i fotnot 48 och 70 ovan.

¹⁰⁷ Jfr Adestam, Den dokumentvillkorade garantin, Karnov Group Sweden AB, 2014, s. 25 f.

¹⁰⁸ Jfr Lindskog, Lag om handelsbolag och enkla bolag – En kommentar, 3 uppl., Norstedts Juridik, 2019, s. 255 f. (fotnot 871).

ligheten som primärt verktyg i händelse av syftesstridigt agerande från en eller flera fordringshavares sida hade knappast varit ändamålsenligt i en obligationslånekontext. Skälet till det är att en likvidation av fordringshavarassociationen hade resulterat i ett splittrat och okoordinerat fordringshavarkollektiv där varje fordringshavare hade kunnat agera efter fritt skön under obligationslånets återstående löptid, vilket i sin tur antagligen hade resulterat i värdeförstöring för såväl fordringshavare som emittent om det skulle uppkomma t.ex. en obeståndssituation som kräver att fordringshavarna agerar koordinerat.

En annan nackdel med likvidationsinstrumentet är att det är tveksamt om modellen med majoritetsstyre går att upprätthålla ens under likvidationsperioden. Det skulle nämligen kunna vara så att eventuella förvaltningsåtgärder som fordringshavarkollektivet har att fatta beslut om under ett likvidationsförfarande som utgångspunkt fordrar enhällighet såvida inte något annat har avtalats eller en särskild likvidator har förordnats.¹⁰⁹ Det råder inga tvivel om att en övergång från en majoritetsbeslutsmodell till en konsensusbaserad styringsmodell skulle medföra att fordringshavarkollektivet redan i samband med likvidationens igångsättande skulle förlora det mesta av sin beslutspotens. Till detta kommer att en jävsregel gör det möjligt att direkt kunna reagera mot en potentiell intressekonflikt eftersom en mötesordförande har mandat att tillämpa en dylik regel i mötes- och beslutssituationen, medan en tillämpning av likvidationsregel är en mer tidsmässigt utdragen process (i vart fall om det är fråga om ett säkerställt obligationslån).

Med detta sagt måste beaktas att intressekonflikts- och lojalitetsbedömningar är situationsberoende eftersom bedömningarna görs i skilda rättsliga miljöer och därtill förutsätter att motstridiga intressen ska balanseras mot en oskriven och inte sällan konturlös förpliktelse att iaktta en annan parts intresse.¹¹⁰ Det innebär att vad som kan vara tillåtet i en viss rättslig miljö eller under en viss avtalstyp, inte nödvändigtvis är tillåtet i en annan rättslig miljö eller i anslutning till en annan avtalstyp. Något som är naturligt eftersom olika värden väger olika tungt på olika områden.¹¹¹ Det nu nämnda är något som gäller även när den norm som extraheras ur den allmänna associationsrätten syftar till att hantera

¹⁰⁹ Se 4 kap. 7 § 2 st. jfr med 2 kap. 31 § BL. Det kan dock noteras att den förstnämnda lagregleringen endast hänvisar till 2 och 3 st. i den sistnämnda regleringen, och därmed inte till den del av regleringen som anger att sårforvaltning som utgångspunkt ersätts av samförvaltning under likvidationsperioden. Skälet till detta torde dock vara att samförvaltning är huvudregeln för ett enkelt bolag, varför behovet av en särskild skrivning motsvarande vad som gäller för handelsbolag inte gör sig gällande på samma sätt. Det förhållandet att 4 kap. 7 § 2 st. inte uttryckligen hänvisar till 2 kap. 31 § 1 st. BL bör därför inte tas till intäkt för att ett majoritetsstyre skulle få bestå efter att ett enkelt bolag försatts i likvidation.

¹¹⁰ Jfr NJA 2021 s. 873 (punkterna 12–17) samt Chen, Intressekonflikter på företagsobligationsmarknaden, artikel i Lidman m.fl., Regelfrågor på den svenska företagsobligationsmarknaden, Jure, 2024, s. 206, och Munukka, Lojalitetsplikten som rättsprincip, SvJT 2010 s. 837 (s. 837 f.).

¹¹¹ Jfr t.ex. Bengtsson, Särskilda avtalstyper I, 2 uppl., P.A. Norstedt & Söners Förlag, 1976, s. 18, samt Bengtsson m.fl., Allehanda om skadestånd i avtalsförhållanden, Jure, 2009, s. 31 f., res-

en jävsproblematik. Detta är för övrigt också i linje med vad som gäller för jäv inom associationsrätten i övrigt. Jävsregleringarna har t.ex. olika utformning beroende på vem som omfattas av dem och i vilken lagstiftning de kommer till uttryck. För associationsmedlemmar i sådana associationer som är juridiska personer är i regel jävsgrunderna snävt utformande, medan de för företagsledning och revisorer har getts ett bredare tillämpningsområde. Dessa skillnader har sin grund i de olika aktörernas respektive uppgifter i associationen.

Mot bakgrund av att det är en mycket ingripande¹¹² åtgärd att förhindra en fordringshavare från att göra gällande rättigheter som tillkommer denne under ett obligationslån samt att syftesstridiga beslut oaktat förekomsten av en jävsreglering träffas av en ogiltighetssanktion och därmed är underkastade verkställighetsförbud, finns det goda skäl för att jävsribban ska läggas förhållandevis högt i en fordringshavarkontext. Ytterligare förhållanden som stöder en sådan ordning är att de lagstadgandena i BL gällande bolagsmännens inbördes rättigheter och skyldigheter är dispositiva samt att det, i vart fall i teorin, är möjligt att få giltigheten av fordringshavarkollektivets beslut prövade i domstol.¹¹³ Till detta kommer möjligheten för en enskild fordringshavare att på begäran tvinga fordringshavarassociationen i likvidation med hänvisning till att ”viktig grund” är för handen.¹¹⁴

Det nu nämnda innebär att rättsverkningar på grund av jäv endast bör kunna komma i fråga i sådana fall där fordringshavarens intresse i en viss fråga är att anse som *väsentligt* eller – annorlunda uttryckt – kvalificerat på ett sådant sätt att det är ägnat att kunna påverka fordringshavaren i sak i en fråga av betydelse för fordringshavarkollektivet i stort.¹¹⁵ Så är t.ex. fallet om utgången i sakfrågan skulle kunna komma att få konsekvenser för sådana av fordringshavarens eller dennes närståendes *ekonomiska intressen* som har sin grund i annat än obligationsinnehavet under det aktuella obligationslånet.¹¹⁶ En förutsättning för

pektive Jareborg, Vad är en princip?, artikel i Fogelklou och Spaak, Festskrift till Åke Frändberg, Iustus Förlag, 2003, s. 144.

¹¹² Det är trots allt svårt att tänka sig en sämre position än att som fordringshavare ha att förhålla sig till t.ex. en föreslagen skulduppörelse som kan komma att få stor inverkan på den egna förmogenhetsställningen, utan att samtidigt kunna utöva något reellt inflytande över uppörelsen i fråga.

¹¹³ Se 4 kap. 1 § BL. Angående möjligheterna för en fordringshavare att få ett beslut av ett fordringshavarmöte prövat i domstol, se Andrews, Går det genom klander eller något annat processuellt taleinstitut att få ett fordringshavarmötesbeslut upphävt, förklarar oförbindande, ogiltigt eller ändrat?, artikel i Lidman m.fl., Regelfrågor på den svenska företagsobligationsmarknaden, Jure, 2024, s. 33 ff.

¹¹⁴ Se 4 kap. 7 § 2 st. jfr med 2 kap. 25 § BL.

¹¹⁵ Jfr NJA 2019 s. 335 (punkten 26) gällande väsentlighetsrekvisitet. En väsentlighetskvalifikation återfinns även i 7 kap. 46 § 1 st. p. 3 gällande jäv för aktieägare samt 8 kap. 23 § 1 st. p. 2 ABL gällande jäv för styrelseledamöter och 8 kap. 34 § 1 st. 2 p. ABL gällande jäv för verkställande direktör.

¹¹⁶ Jfr prop. 1986/87:7 s. 120, SOU 1995:44, s. 176, och Johansson, Bolagsstämma, Juristförlaget, 1990, s. 485. – Det kan härvid noteras att Dotevall i tillägg till *ekonomiska intressen* även anger

att rättsverkningar p.g.a. dylikt intressejäv ska utlösas är dock att ett agerande i enlighet med egenintresset också skulle kunna komma att medföra *bolagsskadliga resultat*.¹¹⁷ Det sistnämnda torde för de personkategorier som är föremål för behandling i förevarande avsnitt framförallt aktualiseras i samband med beslut om låneuppsägning, talan eller verkställighetsåtgärder mot eller någon form av kontraktuell eftergift i förhållande till fordringshavaren själv, emittenten eller bolag som ingår i samma koncern som emittenten.

Applicerat på fordringshavarmöteskontexten innebär resonemanget ovan att ett *moderbolag* till en emittent som också är fordringshavare som utgångspunkt är jävigt och förhindrat att delta vid omröstningar som avser en uppsägning av obligationslånet eller fråga om att väcka talan mot eller driva in fordringar hos emittenten genom någon form av inom- eller utomrättsligt exekutions-/pantrealisationsförfarande. Detsamma gäller vid omröstningar om motsvarande indrivningsåtgärder ska initieras mot sådana koncernbolag som ställt säkerhet för emittentens förpliktelser under obligationslånet. Det ligger även nära till hands att anse ett moderbolag jävigt i frågor som gäller om emittenten helt eller delvis ska befrias från förpliktelser av olika slag under obligationslånevillkoren, t.ex. skuldnedskrivningar, senarelagda förfallodagar eller mildrade betalningsvillkor i övrigt. Det får nämligen anses råda en stark presumtion för att ett moderbolag i alla de nu nämnda fallen har ett väsentligt ekonomiskt intresse som kan strida mot associationens, dvs. fordringshavarkollektivets, intresse i dylika frågor. Detta äger enligt min mening även giltighet för *systerbolag* och *syntetiska kontrollägare*. Dessa personers intressen är nämligen så nära lierade med emittentsidan att det helt enkelt saknas vägande skäl för att de i jävshänseende ska behandlas annorlunda än emittentens moderbolag.

För jävsprövningens vidkommande är det mot denna bakgrund sålunda tillräckligt att identifiera förekomsten av ett väsentligt intresse hos ett moderbolag, systerbolag eller en syntetisk kontrollägare som är i strid med fordringshavarkollektivets intresse för att jäv ska anses vara för handen. Det krävs alltså ingen fördjupad analys av om dessa personer *de facto* kommer att låta sitt handlande i det enskilda fallet styras av egenintresset, utan det är tillfyllest redan med den teoretiska risken för att de ska låta sig påverkas av intressekonflikten i fråga. Däremot krävs att personernas agerande i enlighet med egenintresset

att bolagsmans eller dennes närståendes *personliga intressen* kan utgöra jävsgrund, se Dotevall, Samarbete i bolag – Om personbolag, 4 uppl., Norstedts Juridik, 2025, s. 47 och s. 136.

¹¹⁷ Vid denna bedömning är det viktigt att skilja mellan olika obligationslån som ställts ut av en emittent, och därmed också de olika enkla bolag som kan ha bildats till följd härav. Risken för bolagsskada ska bedömas med avseende på de konsekvenser som kan komma att drabba det enskilda enkla bolaget till följd av att en fordringshavare tillåts rösta oaktat förekomsten av den intressekonflikt som identifierats. Bedömningen ska m.a.o. *inte* göras mot bakgrund av hur utfallet av en viss sakfråga kan komma att drabba fordringshavarna generellt under emittentens samtliga utestående obligationslån eller – för den delen – emittentens borgenärer i allmänhet. Se vidare under avsnitt 4.4 nedan.

kan komma att medföra ett bolagsskadligt resultat.¹¹⁸ Vad gäller det sistnämnda effektrekvisitet tål att noteras att det inte krävs någon konstaterad skada, utan det är tillfyllest att det föreligger *fara* för skada. Något som är naturligt mot bakgrund av att en jävsregel till sin karaktär är proaktiv och avsedd att förhindra just den handling som riskerar att orsaka skada. Däremot torde krävas att "faran" är reell för att effektrekvisitet ska anses uppfyllt. En avlägsen, teoretisk, risk för ett bolagsskadligt resultat torde nämligen knappast duga för att någon ska förlora en så väsentlig rätt under obligationslånet som sin rösträtt.

En jävsregim som den som redovisats ovan är mer komplex jämfört med den befintliga jävsregeln i SVPM-villkoren, eftersom den kräver mer för att jäv ska vara för handen än att fordringshavaren tillhör en viss personkategori. Kravet på förhandenvaron av en intressekonflikt av viss dignitet utgör dock ett bärande element även i reglerna för aktieägar- och medlemsjäv enligt ABL respektive FL.¹¹⁹ Att den jävsregim som gäller enligt nämnda lagstiftningar får visst genomslag även i en fordringshavarkontext har enligt min mening skäl för sig. För även om det finns betydande rättsliga skillnader mellan ett aktiebolag och sådan fordringshavarsamverkan som utgör ett enkelt bolag samt att utrymmet för analogier generellt sett torde vara förhållandevis begränsat, finns det i vart fall i delar också vissa likheter. Det sistnämnda gäller inte minst i med avseende på de problem med majoritets- respektive minoritetsmissbruk som respektive samverkansforms beslutsordning kan komma att ge upphov till.

Det skulle mot bakgrund av resonemanget ovan kunna tänkas att det utanför de fåtaliga jävsgrunder som gäller för aktieägare/föreningsmedlemmar enligt ABL/FL, inte är möjligt att med hänvisning till ett oskrivet associationsrättsligt jävsinstitut hindra en fordringshavare att delta i omröstningar i frågor där fordringshavarens (dvs. bolagsmannens) egenintresse är i strid med fordringshavarkollektivets (dvs. bolagets) intresse. Skulle så vara fallet är emellertid inte övriga fordringshavare lämnade till sitt öde av rättsordningen, utan ofta kan en eller flera andra bolags- eller avtalsrättsliga skyddsregler bli tillämpliga och läggas till grund för att angripa ett eventuellt beslut som är i strid med fordringshavarkollektivets intresse.

Frågan är emellertid om det är möjligt att dra en så långtgående slutsats som den som antyds ovan. Ett viktigt avstamp vid besvarandet av den frågan är att den tillämpliga jävsfiguren i den enkla bolagskontexten är att finna i allmänna associations- och avtalsrättsliga principer om lojalitet snarare än i ett lagstadgande med preciserade jävsgrunder motsvarande vad som återfinns i ABL och

¹¹⁸ Jfr Arvidsson och Samuelsson, Styrelsejäv i aktiebolag, artikel i Festskrift till Rolf Dotevall, Studentlitteratur i Lund, 2020, s. 81 f. – Tänkbart är att det i en beslutssituation kan föreligga omständigheter som kvalificerar som ett "väsentligt intresse" i sakfrågan, men att detta intresse av något skäl inte anses strida mot fordringshavarnas syfte med samverkan och att ett agerande i enlighet med intresset därmed heller inte riskerar orsaka ett bolagsskadligt resultat. I en sådan situation föreligger inget jäv.

¹¹⁹ Se 7 kap. 46 § 1 st. p. 3 ABL och 6 kap. 37 § 1 st. p. 3 FL.

FL. Det finns därför anledning att vara försiktig med att alltför kategoriskt ange de närmare gränserna för jävsfiguren i en personbolagskontext. Detta inte minst mot bakgrund av att den lojalitetsplikt som gäller mellan bolagsmännen i ett enkelt bolagsförhållande är mer långtgående än vad som gäller mellan t.ex. aktieägare och föreningsmedlemmar.¹²⁰ Det sistnämnda är ett förhållande som med viss styrka talar för att utrymmet för en bolagsman i ett enkelt bolagsförhållande att sätta egenintresset framför bolagsintresset är mer begränsat än vad som är fallet för en aktieägare/föreningsmedlem. Detta än mer så om det vägs in att den förstnämnda men inte den sistnämnda personkategorin är underkastade en bidragsplikt i förhållande till det bolag i vilka de är aktiva.¹²¹ Till det nu nämnda kommer att en aktieägare på en bolagsstämma främst utövar sin rösträtt i frågor som tar sikte på förhållanden på bolagsnivån snarare än medlemsnivån, medan en fordringshavare på ett fordringshavarmöte framförallt utövar sin rösträtt i frågor som har direkt bäring på medlemsnivån snarare än bolagsnivån.¹²² I detta ligger en betydelsefull skillnad mellan aktiebolaget och den typ av enkla bolag som fordringshavarkollektiven utgör. I ett aktiebolag är det huvudsakligen styrelsen som är ansvarig för att förverkliga verksamhetssyftet, medan det i det enkla bolag som fordringshavarkollektivet utgör främst ankommer på medlemsnivån i form av fordringshavarna att utföra denna uppgift.¹²³ Det nu nämnda är i sig sådant som gör att i vart fall mer väsentliga intressekonflikter mellan en enskild fordringshavare och ett fordringshavarkollektiv bör få genomslag som jäv i en beslutssituation.

Eftersom SVPM-villkoren anses utgöra ”marknadspraxis”¹²⁴ finns det även skäl att snegla på SVPM-villkorens jävskonstruktion när gränserna för den

¹²⁰ Jfr t.ex. Lindskog, Lag om handelsbolag och enkla bolag – En kommentar, Norstedts Juridik, 3 uppl., 2019, s. 65 och s. 70, samt Östberg och Almlöf, Om rättsmissbruk i aktiebolagsrätten (Del I av II), SvJT 2024 s. 83 ff. (s. 95), och Östberg, Om aktieägares lojalitetsplikt, SvJT 2018 s. 265 ff. (s. 293, även som fotnot 162 med vidare hänvisningar). – Det förhållandet att aktieägare inte är föremål för någon lojalitetsplikt alternativt endast är föremål för en begränsad sådan är på sitt sätt naturligt mot bakgrund av att ABL redan i grunden balanserar aktieägarnas olika intressen, t.ex. genom att tillhandahålla ett utifrån verksamhetsformen anpassat minoritetsskydd samt en skyldighet för bolagsorganen att agera i det aktuella aktiebolagets intresse. Spegelbilden av detta förhållande är dock att för sådana bolagsformer som saknar en motsvarande utvecklad lagstiftning så kommer en lojalitetsplikt många gånger att behöva fylla ut det tomrum som följer av avsaknaden av speciallagstiftning.

¹²¹ Lindskog, Lag om handelsbolag och enkla bolag – En kommentar, 3 uppl., Norstedts Juridik, 2019, s. 70.

¹²² Jfr Göthlin, Den nya rekonstruktionsrätten – Särskilt om förändringar av gäldenärens aktiekapital, Norstedts Juridik, 2025, s. 113, och hennes motsvarande resonemang i en planförhandlingskontext enligt 4 kap. FrekL.

¹²³ Jfr Lindskog, Ideella föreningar i ljuset av den allmänna associationsrätten, Norstedts Juridik, 2023, s. 585 (fotnot 2507).

¹²⁴ Se fotnot 3 ovan.

utfyllande rättens motsvarande konstruktion är föremål för kartläggning.¹²⁵ Som angavs ovan avviker SVPM-villkorens jävskonstruktion i klart skärpande riktning från vad som gäller vid ägar-/medlemsbeslutsfattande enligt de huvudsakliga associationsrättsliga lagarna. Under SVPM-villkoren räcker det som sagt att tillhöra en viss personkategori för att en fordringshavare fullt ut ska förlora bl.a. sin rätt att delta i alla former av omröstningar samt också exkluderas ur det röstunderlag i förhållande till vilket SVPM-villkorens olika majoritetsnivåer beräknas.

Som nämndes inledningsvis i detta avsnitt är det dock så att SVPM-villkoren knappast kan anses ha erhållit sådan stadga och spridning på marknaden att dess jävsordning utgör handelsbruk. Men eftersom villkoren anses utgöra just ”marknadspraxis” ligger det nära till hands att snegla på och söka ledning i villkoren i oreglerade fall.¹²⁶ Detta än mer så mot bakgrund av att motsvarande mallvillkor i Danmark¹²⁷, Finland¹²⁸ och Norge¹²⁹ samt även mall-MTN-villkoren¹³⁰ innehåller jävsregleringar som i mångt och mycket motsvarar den jävsreglering i SVPM-villkoren som inkluderar punkten (a) i *Affiliates*-definitionen.

¹²⁵ Begreppet ”marknadspraxis” är något som rättstillämparen bör förhålla sig försiktig till. Det som avses är i regel inte ett handels- eller partsbruk, utan något väsentligen mer lösligt. Vad som gör begreppet särskilt försåtligt är att det många gånger används för att dölja ett normskapande under skenet av att normen i fråga redan existerar. Som framhållit i andra sammanhang i såväl denna artikel som i mina tidigare arbeten är jag som utgångspunkt inte negativt inställd till att *in casu* låta branschlösningar som kommer till uttryck i allmänt tillgängliga och använda standardavtal få genomslag i en analog men oreglerad rättstillämpningssituation. Tvärtom. Vad jag däremot är negativt inställd till är att tillåta lösliga uppfattningar om ”vad som gäller” på ett visst område och som inte kommer till explicit uttryck i allmänt använda branschavtal utan i stället är att tillskriva ett fåtal tongivande marknadsaktörer få genomslag i rättstillämpningssituationen.

¹²⁶ RH 2001:77 och Bengtsson, Särskilda avtalstyper I, 2 uppl., P.A. Norstedt & Söners Förlag, 1976, s. 18.

¹²⁷ Jfr definitionerna av ”Issuer’s Bonds”, ”Decisive Influence” och ”Voting Bonds” i punkten 1.1 och rättsverkan härav i en fordringshavarmöteskontext i punkterna 15.2 (a) och (i), 15.3 samt 15.5 (f) och (g) i de danska mallvillkoren, https://view.officeapps.live.com/op/view.aspx?src=https%3A%2F%2Fndictrustee.com%2Fapp%2Fuploads%2F2019%2F06%2FNBT_Denmark.docx&wdOrigin=BROWSELINK (sidan besökt den 27 januari 2026).

¹²⁸ Jfr definitionen av ”Adjusted Nominal Amount” i punkten 1.1 och rättsverkan härav i en fordringshavarmöteskontext i punkterna 16.2, 16.4–16.7 samt 18.4 i de finska mallvillkoren, <https://ek.fi/wp-content/uploads/jvk-malliehdot.pdf> (sidan besökt 27 januari 2026).

¹²⁹ Jfr definitionerna av ”Issuer’s Bonds”, ”Decisive Influence” och ”Voting Bonds” i punkten 1.1 och rättsverkan härav i en fordringshavarmöteskontext i punkterna 15.2 (a) och (i), 15.3 samt 15.5 (f) och (g) i de norska mallvillkoren, https://view.officeapps.live.com/op/view.aspx?src=https%3A%2F%2Fndictrustee.com%2Fapp%2Fuploads%2F2022%2F10%2FNBT_Norway_September-2022.docx&wdOrigin=BROWSELINK (sidan besökt den 27 januari 2026).

¹³⁰ Jfr definitionerna av begreppen ”Justerat Lånebelopp” samt ”Koncernföretag” i punkten 1.1 och rättsverkan härav i punkterna 12.1, 12.9 och 12.10 i de mall-MTN-villkor som finns i Bilaga 1 i Andrews, Borgenärskollektiv – En studie av fyra borgenärskollektivs rättsliga klassificering, Jure, 2022.

Detsamma gäller för vissa svenska statsobligationer.¹³¹ Till detta kommer att många företagsobligationer omsätts över börs eller OTC och att det i omsättningshänseende finns ett värde i enhetlighet och standardisering. Det vore därför klart otillfredställande om den utfyllande rätten medverkade till en ordning på värdepappersmarknaden där vissa obligationer är föremål för en sträng jävsregim, medan andra är föremål för en mildare sådan eller t.o.m. ingen alls. Det nu nämnda talar därför med viss styrka för att i vart fall sådana fordringshavare som ingår i den personkrets som är föremål för behandling i förevarande avsnitt bör vara föremål för en jävsregim motsvarande den som kommer till uttryck i avtalspraxis, och därmed också en förhållandevis sträng sådan.

Mot bakgrund av ovan kan det inte uteslutas att jävsinstitutet i den enkla bolagskontexten omfattar fler jävsgrunder och har ett bredare tillämpningsområde än de motsvarigheter som gäller vid en bolags- respektive föreningsstämma enligt ABL och FL. Det är sålunda möjligt att institutet fångar t.ex. avtalsjäv av det slag som aktieägare i vissa publika aktiebolag samt styrelseledamöter (men däremot inte aktieägare och medlemmar i privata aktiebolag samt föreningar) är föremål för.¹³² Det är vidare möjligt att institutet träffar sådana beslut som gäller hur fordringshavarna ska förhålla sig till t.ex. en talan som väckts av en enskild fordringshavare eller ett bolag som ägs eller kontrolleras av en fordringshavare mot övriga fordringshavare och som direkt eller indirekt gäller fordringshavarnas mellanhavanden under obligationslånet. Det finns för nu nämnda fall inget som hindrar att en fordringshavare i samband med avtalsförhandlingar eller domstolsprocesser som involverar fordringshavarassociationen (dvs. övriga fordringshavare) agerar med egenintresset snarare än ”bolagsintresset” för ögonen. Men i den mån en fordringshavare väljer att göra så är det min uppfattning att det även åvilar fordringshavaren en skyldighet att avstå från att utöva inflytande över förvaltningsbeslut (i det enkla bolaget) som har bäring på den sak där fordringshavaren i fråga företräder sina egna intressen.¹³³

Med det sagt är det dock dessvärre så att det i avsaknad av lagstiftning och vägledande uttalanden från HD inte är möjligt att göra några säkra uttalanden om tillämpliga jävsgrunder vid omröstningar i enkla bolagsförhållanden, och därmed inte heller i en fordringshavarmöteskontext under ett obligationslån. Det bör dock vara möjligt att sluta sig till att de jävsgrunder som äger tillämplighet i bolags- och föreningsstämmokontexter (där ägare/medlemmar varken är underkastade någon bidrags- eller lojalitetsplikt) anger en *minimnivå* som i

¹³¹ Se punkten 17 (i) i Offering Circular av den 28 september 2023 gällande Kingdom of Sweden – U.S.\$50,000,000,000 Medium Term Note Programme.

¹³² Jfr härvid de strängare jävsgrunderna i 8 kap. 23 § ABL och 7 kap. 23 § FL samt 16 a kap. ABL (se särskilt 8 §).

¹³³ Jfr prop. 1979/80:143, s. 51 jfr med SOU 1978:67 s. 98 och vad som där anges om det närmare innehållet i den allmänna trohetsplikten samt Lindskog, Lag om handelsbolag och enkla bolag – En kommentar, 3 uppl., Norstedts Juridik, 2019, s. 71 och s. 239 (fotnot 800) respektive Östberg, Aktieägares lojalitetsplikt, SvJT 2018 s. 265 ff. (s. 270).

regel äger giltighet även i den enkla bolagskontexten, och därmed också i fordringshavarmöteskontexten. Det osäkra området är närmast om också en eller flera av de jävsgrunder som gäller för aktieägare i vissa publika aktiebolag samt styrelseledamöter i aktiebolag och föreningar äger giltighet också vid bolagsmäns beslutsfattande i enkla bolagsförhållanden.

En ytterligare osäkerhet att förhålla sig till är att det mycket väl kan vara så att jävsfigurens räckvidd skiljer sig mellan olika samverkansformer som har det gemensamt att de rättsligt kvalificerar som enkla bolagsförhållanden. Det kan t.ex. vara så att fordringshavare vars obligationer är föremål för handel på en reglerad marknad är på motsvarande sätt som på aktiesidan föremål för en strängare jävsfigur än vad som är fallet för fordringshavare vars obligationer inte är noterade på någon sådan marknad. Detsamma skulle å andra sidan lika gärna kunna gälla för sådana obligationslån som upptas av en emittent genom en s.k. *private placement*, dvs. där obligationerna emitteras till en på förhand utvald samt begränsad krets investerare och där obligationslånet många gånger inte noteras på någon börs.¹³⁴ Dessa obligationslån kan i långivare- och villkors-hänseende liknas vid en mix av ett traditionellt obligationslån och ett s.k. kommersiellt klubblån¹³⁵. Det är härvid främst den större närheten mellan fordringshavarna som möjligen skulle kunna motivera en strängare lojalitetsplikt och därmed också en jävsfigur med större räckvidd.

Klart är att rättsläget är mycket svårbedömt. Klart är emellertid också att emittentens moder- och systerbolag samt syntetiska kontrollägare inte är vilka fordringshavare som helst. Deras nära koppling till emittenten gör att de som utgångspunkt bör ges ett mycket begränsat utrymme att agera i enlighet med egenintresset. En annan ordning riskerar nämligen att öppna dörren för allehanda former av bolagsskadligt agerande. Mot den bakgrunden, och med beaktande av att varken den ogiltighetssanktion eller det likvidationsverktyg som BL tillhandahåller kan anses som adekvata och effektiva substitut för en jävsregel i den nu aktuella fordrings- och kapitalmarknadsrättsliga kontexten, ligger det nära till hands att anta att den utfyllande rättens jävsregel har ett förhållandevis vidsträckt tillämpningsområde med avseende på intressekonflikter hos de nu behandlade personkategorierna.

¹³⁴ Ang. begreppet *private placement*, jfr Göthlin, Den nya rekonstruktionsrätten – Särskilt om förändringar av gäldenärens aktiekapital, Norstedts Juridik, 2025, s. 245.

¹³⁵ Begreppet ”klubblån” åsyftar ett syndikerat lån med ett mycket begränsat antal långivare, vanligen deltar endast två eller tre banker/institutioner, se t.ex. Andrews, Borgenärskollektiv – En studie av fyra borgenärskollektivs rättsliga klassificering, Jure, 2022, s. 163.

3.2.3 Syntetiska emittenter – öppna respektive hemliga röstöverenskommelser

3.2.3.1 Röstöverenskommelser mellan å ena sidan emittenten eller dennes dotterbolag och å andra sidan enskilda fordringshavare

3.2.3.1.1 Jävsfrågan

I avsnitt 3.1 ovan definierades *syntetiska emittenter* som sådana fordringshavare som i förhållande till emittenten respektive emittentens moder-, syster-, dotterbolag eller syntetiska kontrollägare åtagit sig att rösta för sina obligationer på sätt som någon av nu nämnda personkategorier instruerar. Det kan härvid vara fråga om såväl öppna som hemliga röstöverenskommelser.

Vad gäller sådana personer som träffat *röstöverenskommelser direkt med emittenten eller dennes dotterbolag* så bör de vara föremål för samma stränga jävsregim som emittenten är underkastad under den utfyllande rätten.¹³⁶ En annan ordning skulle nämligen göra det alltför enkelt att kringgå den jävsreglering som emittenten är föremål för. Följden av detta är m.a.o. att såväl öppna som hemliga kommissions-/bulvanarrangemang mellan en emittent/emittentens dotterbolag å ena sidan och en fordringshavare å andra sidan medför att jäv är för handen. Rättsverkan av detta är att de syntetiska emittenterna undantagslöst träffas av ett förbud att rösta för obligationer som är föremål för en särskild rösträttsöverenskommelse med emittenten eller dennes dotterbolag vid ett fordringshavarmöte.¹³⁷ Denna ordning får anses naturlig mot bakgrund av att röstöverenskommelsen medför att den syntetiska emittentens och emittentens intressen sammanflätas på ett sätt som medför att den förstnämnde inte längre kan antas rösta i enlighet med egen- alternativt fordringshavarintresset i stort, utan i stället närmast är att uppfatta som ett viljelöst verktyg för att ta till vara emittentens intressen med avseende på den sakfråga som kommit att underställas fordringshavarna för beslut.¹³⁸ Det nu nämnda intresseelementet är betydelsefullt i förevarande kontext eftersom det i någon mån stakar ut gränsen mellan tillåtna respektive otillåtna röstöverenskommelser med emittentsidan. Alla typer av röstöverenskommelser med emittentsidan är nämligen inte otillåtna. Ett exempel på en tillåten röstöverenskommelse är en *bona fide* framförhandlad

¹³⁶ Se avsnitt 3.2.1 ovan.

¹³⁷ Härigenom omöjliggörs också sådana röstriggningstekniker där emittenten med anledning av ett förestående fordringshavarmöte nyttjar en rätt att ställa ut nya obligationer (i vissa fall till ett pris under nominellt belopp, jfr punkten 2.5 i SVPM-villkoren) under ett befintligt obligationslåns beloppsram (s.k. *tap issue*) och samtidigt anger som villkor för tecknande att fordringshavaren ska rösta i enlighet med ett av emittenten lämnat beslutsförslag, se t.ex. Scaggs, Hertz and the Big Rig, Financial Times, 13 december 2024.

¹³⁸ Som jämförelse kan noteras att röstöverenskommelser av nu nämnt slag i en aktiebolagskontext träffas av ett förbud att företräda aktierna i fråga vid bolagsstämma, se 1 kap. 12 § och 7 kap. 7 § ABL. Jfr även 1 kap. 13 § FL samt Roos, Avtal och rösträtt, Almqvist & Wiksell, 1969, s. 316.

rekonstruktionsuppställning genom vilken fordringshavaren som en del åtagit sig att kontraktuellt att rösta på visst sätt. I en sådan situation är det nämligen inte fråga om att rösträtten utövas på *instruktion* från någon på emittentsidan eller att röstandet sker för emittentsidans räkning. Därmed träffas inte heller dessa röstöverenskommelser av jäv.

Skulle ett beslut ha kommit till stånd i strid med den utfyllande rättens jävsregel träffas beslutet av ogiltighet under förutsättning att den jävige fordringshavarens röster varit avgörande för utgången. En ogiltighetssanktion kan emellertid även aktualiseras på den grunden att beslutet är i strid med t.ex. fordringshavarnas ändamål med samverkan, dvs. förlustminimering, eller den likabehandlingsprincip som äger tillämpning på fordringshavarnas interna rättsliga relationer.¹³⁹ Oavsett om det är en procedurrell eller materiell ogiltighetsgrund som görs gällande i det enskilda fallet kommer dock beslutet att bli föremål för verkställighetsförbud. Som alltid kan också ett skadeståndsansvar komma att aktualiseras för emittenten och den fordringshavare som är motpart i röstöverenskommelsen för det fall handlandet orsakat övriga fordringshavare förluster.

3.2.3.1.2 Sidolöparens (o)giltighet

En i detta sammanhang intressant fråga är om en öppen eller hemlig sidolöpare som träffats mellan emittenten eller dennes dotterbolag å ena sidan och en fordringshavare å andra sidan riskerar att drabbas av ogiltighet.

För att sätta denna fråga i en större kontext kan noteras att sådana *hemliga röstöverenskommelser* som träffas mellan en gäldenär och en borgenär med anledning av omröstningar vid planförhandlingar och ackordssammanträden i företagsrekonstruktioner respektive konkurser, i vissa fall kan medföra ett straffansvar för såväl företrädare för gäldenären som dess dotterbolag och borgenären.¹⁴⁰ Detsamma gäller om sådana överenskommelser träffas i syfte att främja ett underhandsackord.¹⁴¹ Förekomsten av hemliga röstöverenskommelser mellan en gäldenär eller en gäldenärs dotterbolag och en borgenär utgör därtill grund för att rätten *ex officio* ska vägra att fastställa en rekonstruktionsplan respektive ett ackordsförslag.¹⁴² Något som är naturligt eftersom sidolöpare av nu nämnt slag som träffas med enskilda borgenärer är oförenliga med de princi-

¹³⁹ Johansson, Svensk associationsrätt i huvuddrag, 14 uppl., Norstedts Juridik, 2026, s. 222 f.

¹⁴⁰ 8 kap. 4 § FrekL och 17 kap. 5 § KL samt 11 kap. 4 § 2 st. och 7 § BrB. Notera användningen av begreppet ”berörd part” i de lagstadganden som hänför sig till FrekL och att den personkrets som omfattas sålunda är större i en företagsrekonstruktion än i en konkurs, se 4 kap. 3 § FrekL för en definition.

¹⁴¹ 11 kap. 4 § 2 st. och 7 § 2 st. BrB.

¹⁴² Jfr 4 kap. 23 § 1 st. p. 3 och 12 kap. 19 § 1 st. p. 3 KL.

per som bär upp de lagreglerade insolvensförfarandena.¹⁴³ Skulle en rekonstruktionsplan eller ett ackord redan ha hunnit fastställas kan en hemlig sidolöpare som föregått planen eller ackordets antagande utgöra grund för att planen/ackordet ska upphävas.¹⁴⁴

Mot bakgrund av de skyddsregler som gäller vid de formella rekonstruktionsförfarandena är det följdriktigt att rättspraxis ger vid handen att även *hemliga röstöverenskommelser vid kollektiva underhandsackord* träffas av liknande rättsverkningar som de som blir tillämpliga när motsvarande överenskommelser förekommer inom ramen för de formella förfarandena; en ogiltighetssanktion.¹⁴⁵

Lika med Ehrenpil är det min uppfattning att skälet härför är att finna i en gäldenärs skyldighet att likabehandla de borgenärer som ingår i det aktuella kollektivet, och då närmast vad gäller dessa borgenärs rätt att erhålla väsentligen samma information från gäldenären om de förutsättningar som beslutet om det kollektiva underhandsackordet vilar på.¹⁴⁶ Hemlighetsmakeriet utgör härvid en (avsiktlig) form av selektiv informationsgivning från gäldenärens sida. Något som är särskilt problematiskt (för att inte säga kvalificerat otillbörligt) i en situation där informationsasymmetrin används av gäldenären som ett led i att förmå ett visst borgenärskollektiv att göra eftergifter av något slag i förhållande till gäldenären i fråga. Hemlighetsmakeriet i kombination med att borgenärerna inte erbjudits samma möjlighet till ekonomisk kompensation för objektivt sett samma ”upppoffring” samt det förhållandet att sidolöparen har en direkt rättslig koppling till underhandsackordsavtalet, utgör sammantaget en så flagrant kränkning av de enskilda borgenärernas berättigade förväntan på att behandlas lika inom ramen för en kollektiv underhandsuppörelse att det skulle vara

¹⁴³ Jfr Karlsson-Tuula, Lagen (2022:964) om företagsrekonstruktion – En kommentar (30 april 2025, JUNO), kommentaren till 4 kap. 23 §.

¹⁴⁴ 4 kap. 34 § 1 st. p. 3 FrekL respektive 12 kap. 28 § 1 st. 1 c) KL. – Vad gäller de nu nämnda *förverkandestadgandena* bör noteras att dessa enligt sina respektive ordalydelser endast träffar handlingar från gäldenärens sida. Detta är ett förhållande som aktualiserar frågan om *identifikation*, dvs. vilken eller vilka personers agerande som kan få till följd att de rättsverkningar som följer av de nu nämnda borgenärsskyddsreglerna kan komma att aktiveras och drabba gäldenären respektive den borgenär som i hemlighet gjort upp med gäldenären vid sidan av. Givet att en gäldenär kontrollerar sina dotterbolag har jag svårt att se att handlingar från ett dotterbolags sida som syftar till att framkalla ett för moderbolaget/gäldenären önskat resultat inte aktivt ska tillräknas moderbolaget/gäldenären. Mot bakgrund av att lagstiftaren har valt att ge förverkanderegeln en mer begränsad räckvidd än den motsvarande fastställelseförbudsregeln föreligger emellertid viss osäkerhet vad gäller möjligheten att låta handlingar från ett dotterbolags sida få genomslag även i förverkandesituationen. Klart är dock att det finns både moraliska och preventiva skäl som motiverar en sådan ordning, jfr Munukka, Rättsmissbruk – En rättsfigur under framväxt, i Schultz (red.), Stockholm Centre for Commercial Law, Årsbok I, Stockholm 2008 s. 135 ff. (s. 156 f.).

¹⁴⁵ NJA 1931 s. 313 I.

¹⁴⁶ Ehrenpil, Rekonstruktionsuppörelsen – Om maktutövning och intresseförhållanden vid rekonstruktion av aktiebolag, Iustus Förlag, 2023, s. 93. Jfr dock Göthlin, Den nya rekonstruktionsrätten – Särskilt om förändringar av gäldenärens aktiekapital, Norstedts Juridik, 2025, s. 266.

oskäligt mot dem att upprätthålla sidolöparen.¹⁴⁷ Detsamma gäller enligt mig om det skulle vara gäldenärens dotterbolag som i stället för gäldenären är part i överenskommelsen.¹⁴⁸

Det nu nämnda torde för övrigt gälla inte endast hemliga sidolöpare i samband med underhands*sackords*avtal, utan även sådana hemliga sidolöpare som kommer till i samband med andra former av kollektiva underhands*rekonstruktions*avtal bör vara att behandla på motsvarande sätt. Det enda möjliga undantaget som jag så här på rak arm kan komma att tänka på är sådana kollektiva underhandsrekonstruktionsavtal där gäldenären *ex ante* gjort klart att borgenärerna gör olika stora eftergifter och därför också erhåller olika kompensation, alternativt att gäldenären varit tydlig *ex ante* med att även om eftergifterna på borgenärssidan är liknande så kommer denne att kompensera borgenärerna på ett sätt som innebär en olikabehandling av dem. I sådana situationer är det inte längre fråga om något hemlighetsmakeri, och därmed har de berörda kollektivborgenärerna möjlighet att själva ta ställning till och bedöma de förutsättningar som ligger till grund för den aktuella underhandsuppgörelsen. Det finns då heller ingen anledning att *ex post* gripa in i i rättsförhållandet med någon ogiltighets-sanktion, i vart fall inte så länge borgenärernas rättsförhållande innan underhandsuppgörelsen i fråga var av utomobligatorisk natur.

Skulle en *obligationslånsemittent* agera på sätt som beskrivits ovan med anledning av ett förestående fordringshavarmöte vid vilket det ska beslutas om en av gäldenären önskad villkorsändring av något slag, ligger det nära till hands att användningen av en *hemlig sidolöpare* i syfte att få till stånd en villkorsändring utgör ett förfarande i strid med den likabehandlingskyldighet som enligt

¹⁴⁷ Jfr Karlgren, 33 § avtalslagen, SvJT 1933 s. 219 ff. (s. 255) och Nial, Svensk rättspraxis. Obligationerätt 1931–1935, SvJT 1937 s. 471 ff. (s. 471) som båda uttalat med avseende på NJA 1931 s. 313 I att utgången är en följd av att det skulle ”strida mot tro och heder” att låta sidolöparen äga giltighet. Det måste dock beaktas att 36 § ännu inte fanns att tillgå vid tidpunkten för Karlgren och Nials uttalanden. Jfr dock Lindskog (Betaling, 3 uppl., Norstedts Juridik, 2022, s. 800) som förklarar utgången i 1931 års fall med att underhands*sackords*avtalet omfattade samtliga borgenärer och att den bilaterala sidoöverenskommelsen därför måste träffas av ogiltighet. – Den nu diskuterade problematiken uppkommer givetvis aldrig vid gäldenär-/borgenärsuppgörelser som har sin grund i *bilaterala avtal* med de enskilda borgenärerna. I sådana situationer finns det nämligen ingen berättigad förväntan från borgenärssidan på att behandlas lika, utan tvärtom är utgångspunkten att båda sidor förhandlar med egenintresset för ögonen. Det som möjliggen skulle medföra att även ett bilateralt avtal drabbas av ogiltighet är om (i) gäldenären i sina förhandlingar med de enskilda borgenärerna gett sken av att samtliga borgenärer erbjuds samma villkor och (ii) gäldenären bort inse att likabehandling var en förutsättning för att enskilda borgenärers vilja att ingå det aktuella avtalet. I en dylik situation – dvs. där den part som skapar illusionen av att alla behandlas lika också är den som erhåller en eftergift av något slag – är det också skäligt att lägga risken för den bristande förutsättningen på gäldenären.

¹⁴⁸ Skälen härför är desamma som angavs i fotnot 144 ovan i samband med identifikationsdiskussionen.

lag åvilar obligationslånsemittenter.¹⁴⁹ Skälen härför är i allt väsentligt desamma som de som framhållits ovan, dvs. dels att fordringshavarnas godkännande av en sådan villkorsändring har sin grund i en av emittenten skapad informationsasymmetri, dels att den förmån som någon eller några fordringshavare erbjuds genom den bilaterala överenskommelsen med emittenten måste anses utgöra utlöpare av dessa fordringshavares obligationsinnehav och därmed också en del av obligationernas effektiva avkastning.¹⁵⁰ Något som sammantaget innebär att emittenten behandlar fordringshavarna olika när det gäller de rättigheter som är knutna till obligationerna. Som jag ser det saknar det betydelse om en hemlig samtyckesinsamlingsstrategi som den nu nämnda används i samband med ett underhandsackord eller någon annan typ av villkorsändring. Strategin bör

¹⁴⁹ 18 kap. 3 § VPML. – Jfr dock Göthlin, s. 151 och s. 266, som anger att det utanför insolvens inte finns något allmänt krav på att behandla borgenärer lika samt att detsamma gäller – så som det får förstås – mellan sådana långivare som binds samman i t.ex. ett syndikerat låneavtal eller obligationslån i avsaknad av en rättsregel eller avtalsvillkor som anger annorlunda. Jag delar i huvudsak Göthlins förstnämnda uppfattning (även om det kan noteras att den likabehandlingsplikt som indirekt följer av 11 kap. 4 § 2 st. BrB också gäller underhandsackord och dessa ackord kan – om än ovanligt – även aktualiseras i en solvent kontext, vilket är skälet till att det inte finns något obestånds- eller fara för obeståndsrekvisit i stadgandets 2 st.; detsamma gäller för övrigt sådana uppgörelser som sker inom ramen för FrekL eftersom insolvens inte är något nödvändigt kriterium för att inleda en företagsrekonstruktion), men inte hennes sistnämnda. Skillnaden i våra respektive ståndpunkter har sin grund i att jag menar att utgångspunkten vid andelsfordringsförhållanden är att fordringshavarna ska behandlas lika av gäldenären såvida inte motsatsen avtalats *ex ante* eller följer av lag, medan Göthlin som sagt har den motsatta utgångspunkten att olikabehandling är tillåten såvida det inte specifikt avtalats om just likabehandling. Se mina arbeten Borgenärskollektiv, Jure, 2022, s. 299 f. (även fotnot 1035 med vidare hänvisningar) och s. 301 f. (även fotnoterna 1040–1042) och artikeln Går det genom klander eller något annat processuellt taleinstitut att få ett fordringshavarmötesbeslut upphävt, förklarar oförbindande, ogiltigt eller ändrat?, artikel i Lidman m.fl., Regelfrågor på den svenska företagsobligationsmarknaden, Jure, 2024, s. 57 (även fotnot 62) för den argumentation samt de rättskällor som jag bygger min ståndpunkt i frågan kring. – I detta sammanhang kan det även vara på sin plats att parafrasera avstampet i det berömda domslutet från U.S. Court of Appeal for the Fifth Circuit i målet *re Serta Simmons Bedding, L.L.C., Case No. 23-20181 (5th Cir. Dec. 31, 2024)* där rätten angav med avseende på amerikanska förhållanden och med rikliga hänvisningar till litteratur och rättsfall att ”*Ratable treatment is an important background norm of corporate finance. Pursuant to this norm, a borrower must treat all of its similarly situated lenders, well, similarly. [min kurs.] [...] Ratable treatment is such an important norm that it is often described as a lender’s “sacred right” under syndicated [...] loan agreements. [min kurs.] [...]*”. De ändamålsskal som bär upp den bakgrundsnorm som den amerikanska domstolen hänvisar till gör sig lika gällande i Sverige som i USA. Normen i fråga är också väl överensstämmande med den utfyllande regel som är möjlig att extrahera ur tillämpliga rättskällor (och hit räknar jag även DCFR och PECL) gällande likabehandling vid andelfordringsförhållanden.

¹⁵⁰ Jfr Borg, Några observationer från en rådgivare, artikel i Lidman m.fl., Regelfrågor på den svenska företagsobligationsmarknaden, Jure, 2024, s. 172. – Med ”effektiv avkastning” avses härvid summan av dels direktavkastning i form av den avkastning som erhålls från räntebetalningar och andra eventuella utbetalningar med anledning av obligationsinnehavet under obligationens löptid, dels obligationens eventuella värdeökning/-minskning över tid.

nämligen vara otillåten oavsett och sidolöparen bör i linje härmed träffas av en ogiltighetsanktion.

Det nu nämnda torde för övrigt gälla även för *kända sidolöpare* som kommer till med anledning av ett förestående fordringshavarmöte under ett obligationslån. Dessa saknar förvisso det bedrägliga element som följer av sådana överenskommelser som har sin grund i hemlighetsmakeri. Det skulle i linje med vad som anfördes ovan också kunna argumenteras för att de fordringshavare som på förhand känner till en sidolöpare accepterat denna i sådana fall där de inte röstat mot det beslutsförslag som sidolöparen tar sikte på. Sammantaget är detta exempel på förhållanden som gör att det som utgångspunkt saknas skäl att gå fram med en ogiltighetssanktion med avseende på sidolöparen som sådan.

Argumentet häremot är närmast att fordringshavarmötet fattar majoritetsbeslut och att det i avsaknad av fullständig enhällighet alltid kommer att finnas ett visst antal fordringshavare som inte accepterat sidolöparen. Till detta kommer vad som anfördes ovan om att den förmån som den positivt särbehandlade fordringshavaren erhåller genom sin sidouppgörelse med emittenten utgör ett handlande i strid med likabehandlingsprincipen, eftersom förmånen i fråga härleds ur obligationsinnehavet men inte kommit att *erbjudas* samtliga fordringshavare. Detta är i sig ett sådant förhållande som motiverar en ogiltighetsanktion. För skulle sidolöparen tillerkännas giltighet så skulle det medföra att emittenten tillåtits att avtala om olika villkor för olika fordringshavare under ett och samma obligationslån, vilket inte är tillåtet.¹⁵¹ Det sistnämnda är också ett sådant förhållande som gör att det inte är möjligt att göra någon åtskillnad mellan olika former av öppenhet. Det hade ju annars varit tänkbart att det funnits större möjligheter att finna en sådan sidolöpare som är allmänt känd redan vid emissionstidpunkten som giltig jämfört med en sådan sidolöpare som ingås och offentliggörs först i nära anslutning till ett fordringshavarmöte.

Till detta kommer att användningen av en såväl öppen som hemlig sidolöpare syftar till kringgå den jävsordning som emittenten och dennes dotterbolag är underkastade, vilket är något som rättsordningen ska motverka. Dessutom är det så att eftersom sidolöparen är känd för övriga fordringshavare vid tidpunkten för omröstningen så kommer syftet bakom sidolöparen i regel heller aldrig att kunna uppfyllas. Detta i vart fall såvida inte samtliga övriga fordringshavare godkänner att den fordringshavare som är motpart i sidolöparen ska få utöva sin rösträtt. Något som följer av att fordringshavaren i fråga är underkastad samma rättsliga begränsningar som emittenten och dess dotterbolag i jävshänseende (och därmed varken ska tas upp i någon röstlängd eller få utöva sin rösträtt).

¹⁵¹ Jfr SOU 1969:13, s. 64 f., Andersson, Participating debentures – gengångare från historien eller moderna och flexibla investeringsinstrument, Festskrift till Rolf Skog, Norstedts Juridik, 2021, s. 78, Andrews, Borgenärskollektiv – En studie av fyra borgenärskollektivs rättsliga klassificering, Jure, 2022, s. 302.

Eftersom avtalsuppfyllelse inte är möjlig finns det heller ingen anledning att upprätthålla sidolöparens giltighet.

Sammanfattningsvis innebär det ovan anförda att redan förhandenvaron av en sidolöpare med nu diskuterat innehåll utgör ett sådant otillbörligt handlande som medför att sidolöparen inte ska tillerkännas giltighet i en obligationslånekontext. Ogiltighetsgrunden torde närmast vara att finna i 33 eller 36 §§ AvtL.¹⁵² Det tål också att återupprepa att en ”hemlighetskomponent” inte är någon nödvändig beståndsdel för att ogiltighet ska vara för handen. Däremot medför givetvis ett hemlighetsmakeri att otillbörlighetsgraden ökar avsevärt och att fler ogiltighetsgrunder aktiveras än vad som annars är fallet, inte minst 32 § AvtL gällande svek.

Ogiltigheten i fråga kan vid såväl hemliga som kända sidolöpare göras gällande av såväl parterna i sidolöparen som övriga fordringshavare under obligationslånet.¹⁵³ Att även de sistnämnda är saklegitimerade följer av att den nära rättsliga kopplingen mellan sidolöparen och obligationslånet, men också det förhållandet att det är just de övriga fordringshavarna som riskerar att lida skada om inte ogiltigheten kan fastställas rättsligt.

3.2.3.2 Röstöverenskommelser mellan å ena sidan emittentens moderbolag, systerbolag och syntetiska kontrollägare och å andra sidan enskilda fordringshavare

3.2.3.2.1 Jävsfrågan

Vad gäller sådana fordringshavare som träffat öppna eller hemliga överenskommelser med emittentens moderbolag, systerbolag eller syntetiska kontrollägare om att rösta på visst sätt så är jävsfrågan för denna personkategori *accessorisk* till motsvarande fråga för den eller de personer på vars instruktion rösträtten utövas. Detta innebär alltså att om emittentens moderbolag, systerbolag eller syntetiska kontrollägare är eller skulle ha varit fordringshavare och då också är/hade varit förhindrade att delta i en omröstning i någon viss sakfråga p.g.a. jäv, så ”smittar” ett sådant jäv på en fordringshavare som förbundet sig att utöva sin rösträtt på instruktion från någon sådan person. Skälet härför är detsamma som angavs i föregående avsnitt, dvs. att en annan ordning skulle göra det alltför enkelt för den primärt jävige personen att kringgå förbudet att delta i omröstningar som denne p.g.a. jäv är förhindrad att delta i. De rättsverkningar som inträder i händelse av att jäv är för handen är desamma i förevarande fall som de som redovisades i avsnitt 3.2.3.1.1 ovan.

¹⁵² Jfr Karlgren, 33 § Avtalslagen, SvJT 1933 s. 219 ff. (s. 255).

¹⁵³ Jfr Lindskog, Betalning – Om kongruent infriande av penningsskulder och andra betalningsrättsliga frågor (2022, version 3, JUNO), under rubriken 13.2.1.2 (s. 800, fotnot 2808).

Även i detta fall är det dock viktigt att göra en åtskillnad mellan sådana fall där fordringshavaren röstar på instruktion av relevant person på emittentsidan och sådana fall där röstöverenskommelsen är en utlöpare av en *bona fide*-förhandling med emittenten närstående personer, och där fordringshavaren i fråga alltså inte fungerar som ett viljelöst verktyg för emittentsidan. Det är nämligen i regel endast ”instruktionssituationen” som är problematisk ur ett jävsperspektiv.

3.2.3.2.2 Sidolöparens (o)giltighet

Vad gäller röstöverenskommelsen (sidolöparen) som sådan är det inte helt givet att den i alla avseenden ska behandlas på samma sätt som en motsvarande överenskommelse som träffas med emittenten eller dennes dotterbolag. En dylik överenskommelse bör nämligen knappast träffas av någon ogiltighet i sådana fall där moderbolaget, systerbolaget eller den syntetiske kontrollägaren *inte* är jäviga i den fråga som underställs fordringshavarmötet för beslut och som överenskommelsen tar sikte på. Det finns nämligen i en sådan situation inget rättsligt hinder för de nu nämnda personerna att erbjuda en annan fordringshavare någon viss förmån för att denne ska rösta på ett visst sätt. Detta utgör tvärtom ett acceptabelt (men möjligen dyrköpt) koalitionsbyggande inför en stundande omröstning.¹⁵⁴

Knepigare blir det dock i en sådan situation där emittentens moderbolag, systerbolag och syntetiska kontrollägare *inte* är fordringshavare, men om de hade varit det så hade det förelegat jäv och de hade varit förhindrade att delta i en omröstning vid ett fordringshavarmöte. Varken emittentens moderbolag, systerbolag och syntetiska kontrollägare är i en dylik situation underkastade någon skyldighet att behandla övriga fordringshavare lika eller att iakttä fordringshavarkollektivets intresse. Det skulle då också kunna argumenteras för att en öppen eller hemlig röstöverenskommelse som de nu nämnda personerna träffar med en enskild fordringshavare inte heller ska drabbas av någon ogiltighets-sanktion.

Det huvudsakliga argumentet häremot är dock att handlandet framstår som klandervärt och att beslutsprocessens legitimitet kräver att röstinsamlingsstrategier som orkestreras av den nu aktuella personkretsen när de själva är eller skulle ha varit jäviga om de varit fordringshavare ska motverkas. Det är trots allt fråga om att samordna sig med en enskild fordringshavare i syfte att få till stånd ett beslut som är förmånligt för en närstående – emittenten – och därmed i förlängningen för moderbolaget m.fl., men som samtidigt kan komma att innebära

¹⁵⁴ Jfr dock fotnot 35 ovan och den osäkerhet som Håstad och Ehrenpil ger uttryck för vad gäller dylika röstöverenskommelsers förenlighet med likabehandlingsprincipen i ett rekonstruktionsförfarande enligt ackordslagen respektive FrekL, vilken kan kontrasteras med den mer liberala hållningen i frågan som Bäcklund m.fl. möjligen representerar.

någon form av uppoffring från övriga fordringshavares sida (undantaget de som är part i överenskommelsen och som erhåller någon viss förmån i utbyte mot sin röst) och eventuellt också resultera i ett avtalsbrott i form av ett beslut i strid med fordringshavarkollektivets intresse.

Det nu beskrivna handlandet ligger rättsligt sett nära sådant som är att klassificera som *kollusion* eller *otillbörligt ingripande i avtalsförhållande*. Detta gör sig än mer gällande om röstöverenskommelsen är hemlig. Klart är dock att såväl en öppen som hemlig överenskommelse av nu aktuellt slag utgör ett flagrant avsteg från gott handelsskick i en kapitalmarknadsrättslig kontext, och därmed också ett tydligt avsteg från vad som måste kunna förväntas av en professionell aktör.¹⁵⁵ I tillägg kan det på goda grunder göras gällande att en röstöverenskommelse av nu nämnt slag utgör ett kvalificerat och otillbörligt försök att kringgå den jävsreglering som emittentens moderbolag, systerbolag och syntetiska kontrollägare är föremål för.¹⁵⁶ Oavsett vilket föreligger i båda fallen goda skäl för att röstöverenskommelsen ska bli föremål för en ogiltighetsstraffsanktion. En sådan sanktion är också följdriktig mot bakgrund av att den part i sidolöparen som är tänkt att utöva rösträtten vid det efterföljande fordringshavarmöte träffas av en jävssanktion. Samtliga led i ”otillbörlighetskedjan” sanktioneras därmed på ett ändamålsenligt sätt.

3.2.4 Dispositiv eller indispositiv rätt?

En mot bakgrund av redogörelsen och slutsatserna ovan viktig fråga är om den oskrivna rättens jävsregel är dispositiv eller indispositiv.

Det som framförallt talar mot en tvingande jävsregel är att en sådan ordning medför att parternas frihet att själva styra över jävsinstitutets förekomst och räckvidd i en personbolagskontext (och därmed också i den typ av fordringshavarkontext som är föremål för behandling i förevarande artikel) genom mer eller mindre skräddarsydda lösningar *in casu* kraftigt begränsas. Oavsett vad parterna själva kommer överens om skulle nämligen alltid den oskrivna rättens jävsfigur finnas med i bakgrunden och ange en miniminivå som aldrig får underskridas. Något som rimmar aningen illa med det förhållandet att BL:s utgångspunkt är att bolagsmännens inbördes rättigheter och skyldigheter som utgångspunkt är föremål för avtalsfrihet. I ett obligationsrättsligt paradigm finns det som utgångspunkt också ett inte obetydligt – men heller inte obegränsat – utrymme att genom villkor av olika slag avvika från regler som extraheras ur

¹⁵⁵ Jfr NJA 1928 s. 621 och NJA 2005 s. 608.

¹⁵⁶ Jfr NJA 1993 s. 188, som dock inte är alldeles analogt med den situation som behandlas i löptexten eftersom de samverkande i målet var del av samma koncern. – Angående ev. skadeståndsskyldighet för den tredje man som orkestrerat försöket att kringgå jävsregleringen, jfr t.ex. Lindskog, Lag om handelsbolag och enkla bolag – En kommentar, 3 uppl., Norstedts Juridik, 2019, s. 73 (även fotnot 237).

den lojalitetsplikt som är normerande i renodlat kontraktsrättsliga förhållanden. Detta i vart fall så länge dylika villkorsregleringar är tydliga och klara kring vad parterna har att förhålla sig till. Kraven på tydlighet och klarhet torde härvid vara dynamiska såtillvida att kraven skärps i takt med att avstegen från vad som kan antas följa av den kontraktuella lojalitetsplikten rör sig från en acceptpunkt mot ytterkanterna på den kontraktuella lojalitets-/illojalitetsskalan.

Syftesfrämmande handlande i en personbolagskontext är emellertid ett exempel på sådant som kan kräva att avtalsfriheten i vissa fall måste stå tillbaka för att associationskonstruktionen ska kunna upprätthållas och fungera på avsett sätt. Detta i vart fall när det syftesfrämmande handlandet är av mer kvalificerat slag och därför måste motverkas proaktivt för att inte riskera att resultera i skada för övriga parter i rättsförhållandet. Det är heller inte logiskt möjligt att förena en ordning som vilar på en skyldighet att verka för ett visst ändamål med en ordning som samtidigt accepterar full frihet att motarbeta detsamma. Skulle parterna erbjudas sådan frihet är det inte längre möjligt att identifiera något gemensamt ändamål; den nödvändiga intressegemenskapen är helt enkelt för svag. Till följd härav är också den jävsordning som följer av lojalitetsplikten av nödvändighet tvingande i den enkla bolagskontexten. Detta är också väl i linje med det förhållandet att den associationsrättsliga lojalitetsplikten i delar är strängare än dess avtalsrättsliga motsvarighet.¹⁵⁷ Bolagsmännens avtalsfrihet på detta område är i stället att finna i det förhållandet att de dels kan komma överens om en strängare jävsordning än den som följer av den utfyllande rätten, dels är fria att avsluta sina medlemskap i associationen (s.k. *exit*).

4. Jäv hänförligt till förhållanden på fordringshavarsidan

4.1 Inledning

SVPM-villkoren tiger still vad gäller frågan om jäv kan vara för handen med anledning av att en enskild fordringshavare har någon form av egenintresse i en sakfråga som inte är hänförligt till emittentsidan och som går på tvärs med övriga fordringshavares intresse i saken. Som redovisats ovan tar SVPM-villkorens jävsreglering endast sikte på vissa typer av rättsliga kopplingar mellan en fordringshavare och en emittent samt vissa av en emittents närstående. Som också redovisats ovan erbjuder emellertid den utfyllande rätten en tvingande jävsregel av innebörd att *en fordringshavare är jävig så snart denne har ett väsentligt ekonomiskt intresse i en sak av betydelse för fordringshavarkollekti-*

¹⁵⁷ Jfr t.ex. Almlöf och Östberg, Om rättsmissbruk i aktiebolagsrätten – Särskilt om minoritetsmissbruk (Del II av II) SvJT 2024 s. 167 ff. (s. 178) och Dotevall, Samarbeta i bolag – Om personbolag, 4 uppl., Norstedts Juridik, 2025, s. 136.

vet och detta intresse är sådant att ett agerande i enlighet med detsamma kan komma att skada fordringshavarkollektivets intresse av förlustminimering. Ett annat och möjligen elegantare sätt att formulera regeln på skulle kunna vara (efter inspiration från f.d. justitierådet Stefan Lindskog) att *en fordringshavare som i en beslutssak gällande förlustminimering har ett väsentligt annat ekonomiskt intresse än fordringshavarkollektivet inte får delta i beslutsfattandet*. Oavsett jävsregelns exakta formulering innebär den att jäv kan vara för handen inte endast p.g.a. något intressestridigt förhållande hänförligt till emittentsidan, utan också p.g.a. intressestridiga förhållanden hänförliga till fordringshavarsidan. I tillägg kan noteras att regeln har en förhållandevis bred träffyta och därför skulle kunna komma att fånga ett stort antal olika konfliktsituationer. Som med de flesta oskrivna rättsregler som har sin grund i allmänna principer om lojalitet finns det därför anledning att tillämpa också den nu aktuella jävsregeln med ett betydande mått av försiktighet. Vid all tillämpning måste hänsyn sålunda tas till vad som följer av rättsförhållandet mellan fordringshavarna samt fordrings- och kapitalmarknadskontexten samt omständigheterna i övrigt.¹⁵⁸

Vid denna intresseavvägning ligger det nära till hands att ge fordringshavarnas syftesreglering betydande tyngd.¹⁵⁹ Detta då det är syftet som anger såväl ramarna som riktningen för verksamheten.¹⁶⁰ Givet den fordrings- och många gånger obeståndsrättsliga kontexten blir syftets handlingsdirigerande funktion särskilt betydelsefullt i sådana situationer där fordringshavarmötets beslutsfattande föranletts av att emittenten antingen drabbats av eller förväntas att inom kort drabbas av ekonomiska problem av något slag. Andra omständigheter som bör ges särskild vikt vid en intresseavvägning är om fordringshavaren i fråga är en aktiv eller passiv investerare samt om fordringshavaren ensam eller tillsammans med andra innehar en kontrollpost av sådan storlek att denne/dennes intressekoalition kan styra beslutsutgången. Det torde nämligen kunna ställas större krav i lojalitetshänseende på en aktivistisk fordringshavare som strategiskt försöker styra beslutsutfallet jämfört med någon som har ett i huvudsak passivt förhållningssätt till sin investering.¹⁶¹ Detsamma får anses gälla för en sådan fordringshavare som i egenskap av storleken på sitt innehav har stora

¹⁵⁸ Jfr Lindskog, Lag om handelsbolag och enkla bolag – En kommentar, 3 uppl., Norstedts Juridik, 2019, s. 928 f. samt Nial, Hemström och Stattin, Om handelsbolag och enkla bolag, Norstedts Juridik, 2022, s. 350, och Östberg, Om aktieägares lojalitetsplikt, SvJT 2018 s. 265 ff. (s. 269).

¹⁵⁹ Jfr Lindskog, Lag om handelsbolag och enkla bolag – En kommentar, 3 uppl., Norstedts Juridik, 2019, s. 929.

¹⁶⁰ Jfr Lindskog, Ideella föreningar i ljuset av den allmänna associationsrätten, Norstedts Juridik, 2023, s. 88. Jfr även Göthlin, Den nya rekonstruktionsrätten – Särskilt om förändringar av gäldenärens aktiekapital, Norstedts Juridik, 2025, s. 63 f. och s. 175.

¹⁶¹ Tanken att tillerkänna en investerares modus betydelse är inte okänd utan har lyfts vid ett par tillfällen i anslutning till olika diskussioner om aktieäggande, jfr t.ex. Bitsch Madsen, A New Approach to Shareholder Heterogeneity, artikel i Birkmose (red.), Shareholders' Duties, Kluwer Law International, 2017. Se även Sørensens redogörelse för bl.a. modusets betydelse i tysk rätt (s. 130 f.) i Duty of Loyalty of Shareholders – A Possible Remedy for Conflicts in

möjligheter att styra över beslutsutgången jämfört med en fordringshavare vars inflytande är mer begränsat. Den förstnämnda fordringshavarkategorin har nämligen betydande möjligheter att genom sin maktposition sko sig på andra fordringshavares bekostnad, vilket är en omständighet som i lojalitetshänseende får anses verka i skärpande riktning.¹⁶² Det torde också vara av betydelse om obligationslånet placerats i räntemarknaden genom en *private placement* och obligationerna vid beslutstidpunkten alltså innehåller av en begränsad och homogen krets fordringshavare, eller om det i stället varit fråga om ett bredare erbjudande till allmänheten med följd att fordringshavarkollektivet kommit att bli större och mer heterogent. Till det nu nämnda ska givetvis även läggas strävan efter beslutseffektivitet, majoritetsprincipens genomslag samt god mötesledning och ett ändamålsenligt utformat minoritetsskydd.

Som antytts ovan kan intressekonflikterna på fordringshavarsidan vara av många olika slag. För att ge den kommande diskussionen nödvändig struktur och avgränsning kommer den fortsatta framställningen att utgå från de exempel som lyftes fram i avsnitt 1 ovan. Dessa är de konfliktsituationer som kommer med (i) fordringshavare som har korta nettositioner i andra instrument med anknytning till emittenten, (ii) fordringshavare som är konkurrenter till emittenten, (iii) fordringshavare som har investeringar i olika delar av emittentens kapitalstruktur respektive (iv) sådana fordringshavare som i tillägg till sina försträckningsförhållanden även har andra affärsförhållanden med emittenten.

4.2 Fordringshavare med korta nettositioner

En fordringshavare med en kort nettosition är en fordringshavare som i tillägg till sin långa och beloppsmässigt mindre investering i ett obligationslån i spekulativt syfte gjort en kort och beloppsmässigt större investering i ett kreditderivatinstrument i vilket obligationslånet utgör den underliggande tillgången. Syftet bakom fordringshavarens investeringar i denna instrumentsammansättning är att aktivt söka och finna ett villkorsbrott under obligationslånet som berättigar till uppsägning av detsamma och i förlängningen utbetalning under derivatinstrumentet. Tillvägagångssättet är möjligt eftersom villkor i kreditderivatinstrument ofta är utformade så att fordringshavarens motpart därunder inte ges någon rätt att göra gällande rättigheter eller styra fordringshavarens handlande under det obligationslån som derivatinstrumentet i fråga är kopplat till.

SMEs?, artikel i Neville och Sørensen (red.), *Company Law and SMEs*, Thomson Reuters, 2010.

¹⁶² Jfr Munukka, *Kontraktuell lojalitetsplikt*, Jure, 2007, s. 312. Ang. motsvarande argument på aktiesidan, se Buskerud Christoffersen, *Aksjeeiers lojalitetsplikt – Samspillet mellom aksjeselskapsretten og den alminnelige formueretten*, Gyldendal Juridisk, 2019, s. 145, och Werlauf, *Selskabsmasken – lojalitetspligt og generalklausul i selskabsretten*, G E-C Gads Forlag, 1991, s. 26 och s. 60 ff.

Detta trots att det är derivatmotparten som kommer att få bära konsekvenserna av att fordringshavaren utövar sina rättigheter under obligationslånet i syfte att aktivera betalningsskyldigheten under derivatinstrumentet. Till följd av det nu nämnda medför investeringsstrategin en tydlig intressekonflikt mellan den aktivistiske fordringshavarens intresse av att tvinga fram en uppsägning av obligationslånet och övriga fordringshavares intresse av att försträckningsförhållandet ska fortlöpa.

SVPM-villkoren saknar i dagsläget villkor som har udden riktad mot denna form av syftesstridig fordringshavareaktivism. Däremot har dylika villkor kommit att bli allt vanligare i internationella företagsobligationslån.¹⁶³ Villkorstypen har till syfte att skydda såväl emittenten som fordringshavarkollektivet från sådan värdeförstörelse som kan bli följden om en aktivistisk fordringshavare med en kort nettoposition av det slag som beskrivits ovan ges möjlighet att utöva inflytande när en fråga om uppsägning p.g.a. villkorsbrott ska behandlas av fordringshavarkollektivet. Därtill skyddar villkorstypen nämnda parter mot syftesstridiga ageranden från en netto-kort-fordringshavares sida i sådana fall där kollektivet ska ta ställning till en villkorsändring som proaktivt syftar till att förhindra att det överhuvudtaget uppkommer en uppsägningsgrund under obligationslånevillkoren. Villkorstypen skiljer sig sålunda från de jävsregleringar som behandlades i föregående avsnitt, vilka uteslutande hade till syfte att skydda fordringshavarna från vissa former av agerande från emittenten eller dennes närståendes sida. De nu nämnda jävsvillkoren är m.a.o. ett utmärkt exempel på en dualistisk villkorstyp som syftar till att säkerställa att de olika partskonstellationerna under ett obligationslån har sammanfallande intressen under lånets löptid. Det är härvid fråga om att tillse dels att förlustminimeringssyftet upprätthålls i fordringshavarkollektivet, dels att emittent- och fordringshavarsidan lojalt samverkar under lånets löptid genom att agera ekonomiskt rationellt och respektera varandras intressen.

Det är inte ovanligt att ett jävsvillkor av nu nämnt slag kommit att utformas på endera av två sätt. Den första villkorsvarianten har en snäv utformning och förbjuder enbart utövande av vissa fordringshavarrättigheter med anledning av ett villkorsbrott, och då framförallt rätten att antingen själv eller genom agenten

¹⁶³ Jfr Octus, *Aggressive Terms Spotlight: Net Short Lender Provisions Feature in 75% of US Bonds in July*, 23 augusti 2024 och Octus, *Covenants Cheat Sheet: Essential U.S. High-Yield Bond Guide for 2024*, 7 november 2024 (artikeln är bakom en s.k. betalvägg). Att villkorstypen inte är på något sätt okänd på den europeiska obligationsmarknaden visar en sökning på Luxembourg Stock Exchanges hemsida där bl.a. I.M.A. Industria Macchine Automatiche S.p.As EUR 450 000 000 Senior Secured Floating Rate Notes med förfall 2029 samt Pachelbel BidCo S.p.As seniora säkerställda obligationslån om EUR 600 000 000 respektive EUR 500 000 000 med förfall 2031 innehåller villkor av nu nämnt slag – Den intressekonflikt som nu behandlas är inte på något sätt unik för företagsobligationer, utan har gjort sig påmind även vid rekonstruktion av statsobligationer, se t.ex. Brooks m.fl., *Identifying and Resolving Inter Creditor and Debtor-Creditor Equity Issues in Sovereign Debt Restructuring*, Centre for International Governance Innovation, Policy Brief No. 53, January 2015, s. 3 f.

meddela emittenten att ett villkorsbrott/upsägningsskäl är för handen eller att försträckningsförhållandet sägs upp till omedelbar återbetalning. Ett dylikt villkor kan se ut på följande sätt.¹⁶⁴

Any notice of Default, notice of acceleration or instruction to the Trustee to provide a notice of Default, notice of acceleration or take any other action (a “*Noteholder Direction*”) provided by any one or more Holders (other than a Regulated Bank) (each a “*Directing Holder*”) must be accompanied by a written representation from each such Holder delivered to the Company and the Trustee that such Holder is not (or, in the case such Holder is DTC or its nominee, that such Holder is being instructed solely by beneficial owners that are not) Net Short (a “*Position Representation*”), which representation, in the case of a Noteholder Direction relating to the delivery of a notice of Default shall be deemed repeated at all times until the resulting Event of Default is cured or otherwise ceases to exist or the Notes are accelerated. In addition, each Directing Holder is deemed, at the time of providing a Noteholder Direction, to covenant to provide the Company with such other information as the Company may reasonably request from time to time in order to verify the accuracy of such Holder’s Position Representation within five Business Days of request therefor (a “*Verification Covenant*”). In any case in which the Holder is DTC or its nominee, any Position Representation or Verification Covenant required hereunder shall be provided by the beneficial owner of the Notes in lieu of DTC or its nominee, and DTC shall be entitled to conclusively rely on such Position Representation and Verification Covenant in delivering its direction to the Trustee. In no event shall the Trustee have any liability or obligation to ascertain, monitor or inquire as to whether any Person is a Net Short Holder and/or whether such Net Short Holder has delivered any related certifications under this Indenture or in connection with the Notes or if any such certifications comply with this Indenture, the Notes, or any other document. It is understood and agreed that the Company and the Trustee shall be entitled to rely on each representation, deemed representation and certification made by, and covenant of, each Notes beneficial owner provided for in this Section 6.01(b). Notwithstanding any other provision of this Indenture, the Notes or any other document, the provisions of this Section 6.01(b) shall apply and survive with respect to each Notes beneficial owner notwithstanding that any such Person may have ceased to be a Notes beneficial owner, this Indenture may have been terminated, the Notes may have been redeemed in full or the Trustee may have resigned or been removed.

Den andra villkorstypen har en något annorlunda utformning och medför att den fordringshavare som träffas av villkoret förlorar rätten att utöva inflytande i väsentligen fler frågor än de som omfattas av det nyss redovisade villkoret. Ett dylikt mer allomfattande villkor förbjuder i tillägg till sådant som redan omfattas av villkoret ovan bl.a. möjligheten att delta i alla typer av omröstningar gällande villkorsändringar och eftergifter av olika slag inom ramen för obligationslånet.¹⁶⁵

¹⁶⁴ Exemplet är hämtat från Garden Spinco Coporations 8,625 % seniorobligation av den 20 juli 2022 med förfall den 20 juli 2030 (vilken inte är noterad, utan placerades i räntemarknaden genom en *private placement*).

¹⁶⁵ Se t.ex. Hughes Hubbard Reed, *Developments in Leveraged Finance – Know Thy Lender*, 12 november 2025, samt Hogan Lovells, *Debt Capital Markets – Global Insights*, 2020, s. 6, och Norton Rose Fullbright, *High Yield Bonds – An Issuer’s Guide* (6th European Edition), oktober 2025.

Även om båda de nu beskrivna villkorsalternativen har det gemensamt att de syftar till att reglera en specifik typ av situation samt att den fordringshavare som positionerat sig ”netto kort” förlorar sin rätt att utöva inflytande i vissa frågor hänförliga till obligationslånet, är det tveklöst så att det senare av de två villkorsalternativen har en större räckvidd och därmed också erbjuder ett mer heltäckande skydd för parterna under obligationslånet.

Skälet bakom den bredare villkorsskrivningen är att avtalsförfattaren inte endast önskar fånga pudelns kärna i form av en tekniskt möjlig men faktiskt omotiverad uppsägning av obligationslånet (och därmed aktivering av rätten till utbetalning under kreditderivatet), utan också beskära en fordringshavares möjligheter att obstruera *bona fide*-försök från emittentens eller andra fordringshavares sida att *proaktivt* få till stånd villkorsändringar i syfte att förhindra att t.ex. ett kovenantbrott av något slag överhuvudtaget uppkommer. Gemensamt för de två villkorsvarianterna är dock att de är juridiskt-tekniskt komplicerade. Något som är en konsekvens av att de för att fungera på avsett sätt kräver definitioner av dels när en fordringshavare är innehavare av en kort nettoposition (och detta är något som i sig innefattar förhållandevis svåra värderingsfrågor), dels när ett visst derivatinstrument är att klassificera som ”kort”. I det obligationslån som exempelklausulen ovan hämtats från har de nu nämnda definitionerna kommit att utformas på följande sätt.

“*Net Short*” means, with respect to a Holder or beneficial owner, as of a date of determination, either (i) the value of its Short Derivative Instruments exceeds the sum of (x) the value of its Notes plus (y) the value of its Long Derivative Instruments as of such date of determination or (ii) it is reasonably expected that such would have been the case were a “Failure to Pay” or “Bankruptcy Credit Event” (each as defined in the 2014 ISDA Credit Derivatives Definitions) to have occurred with respect to the Issuer or any Guarantor immediately prior to such date of determination.

“*Derivative Instrument*” means, with respect to a Person, any contract, instrument or other right to receive payment or delivery of cash or other assets to which such Person or any Affiliate of such Person that is acting in concert with such Person in connection with such Person’s investment in the Notes (other than a Regulated Bank or Screened Affiliate) is a party (whether or not requiring further performance by such Person), the value and/or cash flows of which (or any material portion thereof) are materially affected by the value and/or performance of the Notes and/or the creditworthiness of the Company and/or any one or more of the Guarantors (the “*Performance References*”).

“*Short Derivative Instrument*” means a Derivative Instrument, (i) the value of which generally decreases, and/or the payment or delivery obligations under which generally increase, with positive changes to the Performance References and/or (ii) the value of which generally increases, and/or the payment or delivery obligations under which generally decrease, with negative changes to the Performance References.

Vad som förtjänar att uppmärksammas är att definitionen av *Derivative Instrument* ovan även fångar instrument som innehas av en närstående (jfr *Affiliate*¹⁶⁶)

¹⁶⁶ Definitionen av ”Affiliate” har har getts en bred utformning och inkluderar “[...] any other Person, directly or indirectly, controlling or controlled by or under direct or indirect common

till en fordringshavare och som fordringshavaren i fråga agerar i samförstånd med. Detta i kombination med fordringshavarens skyldighet att intyga i förhållande till emittenten respektive agenten att denne inte har någon kort position samt att på begäran från emittenten tillhandahålla denne relevant underlag i nu aktuellt avseende (jfr *Verification Covenant*) är sådana förhållanden som gör det svårare för en fordringshavare att kringgå jävsregleringen i fråga.

Ett annat förhållande som förtjänar att uppmärksammas är att netto-kortvillkoren ofta fångar fler instrumentsammansättningar än de som hittills varit föremål för behandling, dvs. en lång investeringsposition i en företagsobligation tillsammans med en kort investeringsposition i ett kreditderivat som har obligationslånet i fråga som underliggande tillgång. Villkoren utformas nämligen regelmässigt så att de träffar sådana strategier där investeraren i tillägg till sin investering i obligationslånet även blankat emittentens aktier eller investerat i ett kreditderivat som har ett efterställt lån i emittentens kapitalstruktur som underliggande tillgång. Något som är naturligt eftersom båda de nu nämnda strategierna har det gemensamt att för det fall investeraren lyckas med sin försats att identifiera en uppsägningsgrund eller t.o.m. få företagsobligationslånet uppsagt kan det antas att detta kommer att medföra att aktiekursen sjunker alternativt att en s.k. *cross default*-klausul medför att även det efterställda lånet förfaller till omedelbar betalning, med följd att en utbetalning under den kopplade blankningstransaktionen/kreditderivatet aktualiseras.¹⁶⁷

control with such specified Person. For the purposes of this definition, ‘control’ (including, with correlative meanings, the terms ‘controlling,’ ‘controlled by’ and ‘under common control with’) when used with respect to any Person means possession, directly or indirectly, of the power to direct the management and policies of such Person, directly or indirectly, whether through the ownership of voting securities, by contract or otherwise; and the terms ‘controlling’ and ‘controlled’ have meanings correlative to the foregoing”.

¹⁶⁷ Ulezalka och Evans, Credit Markets Seek to Limit the Influence of Net Short Lenders, The Banking Law Journal, februari 2020, s. 81. – Exemplet i löptexten ovan har tagit sikte på en investerares korta position. Den typ av strategier som de kontraktuella jävsvillkoren avser att förhindra kan dock skapas och genomföras även med grund i en investerares långa position. Det är t.ex. fullt tänkbart att en investerare väljer att strukturera sin långa position så att denne inte investerar direkt i företagsobligationen, utan i stället i ett *Total Return Swap*-derivat (”TRS”) som har företagsobligationen som underliggande tillgång. Investeraren är då inte längre att anse som formell fordringshavare under obligationslånevillkoren. Det är i stället motparten under TRS:en som äger ställning av fordringshavare. Däremot har i regel investeraren i egenskap av att vara den part som ytterst bär kreditrisken under företagsobligationen en möjlighet att utöva inflytande över hur TRS-motparten ska rösta i händelse av att fordringshavarna ska ta ställning till en uppsägning av lånet eller någon form av villkorsändring (det är alltså vanligen inte fråga om en ovillkorlig rätt att diktera rösträttens utövande). För det fall en dylik lång investeringsposition i en TRS kombineras med en kort men värdemässigt större investeringsposition i en CDS, har investeraren lyckats skraddarsy en struktur som möjligen kringgår eventuella netto-kort-villkor i ett företagsobligationslån. Det är nämligen inte givet att en investerare i en TRS ska anses som ”verklig ägare” (jfr avtalsrekvisitet ”beneficial owner”) av en underliggande företagsobligation, och i så fall träffas inte investeraren av den typ av jävsvillkor som refererats i löptexten ovan. För egen del är jag av uppfattningen att ett upplägg som det nu beskrivna

Frågan är då vad som skulle gälla under svensk rätt för det fall ett obligationslån saknar den typ av jävsregleringar som redovisats ovan, men där en investerare till följd av en aktiv investeringsstrategi kommit att bli föremål för samma typ av intressekonflikt som de ovan redovisade kontraktuella jävsvillkoren syftar till att hantera. Svaret är att söka i den jävsregel som redovisades ovan och som extraherades ur den allmänna associationsrättens mylla. Nämda regel angav som bekant att *en fordringshavare är att anse som jävig om denne har ett väsentligt ekonomiskt intresse i en sak av betydelse för fordringshavarkollektivet och detta intresse är sådant att ett agerande i enlighet med detsamma kan komma att skada fordringshavarkollektivets intresse av förlustminimering*. Mot bakgrund härav framstår det som tämligen självklart att en netto-kort-obligationslåneinvesterare är förhindrad att delta i en omröstning som syftar till att ta ställning till en låneuppsägning alternativt en villkorsändring som syftar till att undvika eller retroaktivt läka någon form av befintligt eller anteciperat villkorsbrott som annars skulle kunna utgöra uppsägningsgrund.¹⁶⁸

Att låta den utfyllande rättens jävsregel komma till användning i en situation som den nu aktuella är följdriktigt eftersom det aldrig varit fråga om någon allvarligt menad försträckning från netto-kort-fordringshavarens sida. Tvärtom har det varit fråga om ett avsiktligt och utstuderat handlande i syfte att åstadkomma en viss effekt i form av ekonomisk vinning för fordringshavaren, men som samtidigt och med stor sannolikhet riskerar åsamka övriga parter under obligationslånet ekonomisk skada. Agerandet är mot denna bakgrund att anse som klandervärt, och handlandet såväl i stort som inom ramen för obligationslånet bör vara att bedöma som någon form av rättsmissbruk.¹⁶⁹ Det tål härvid att diskutera om denna missbruksfigur är en annan figur än den jävsfigur som hittills varit föremål för behandling. Klart är dock att båda figurerna emanerar ur samma övergripande lojalitetsfigur och att det närmast är graden av otillbörlighet *in casu* som avgör om endast en av dem eller båda är tillämpliga i det enskilda fallet.¹⁷⁰ Det torde nämligen vara så att ett visst intressestridigt handlande kan utgöra jäv utan att för den skull kvalificera som rättsmissbruk.

bör bli föremål för genomlysning och att en rättstillämpare har att ta ställning till uppläggets giltighet i jävshänseende utifrån dess verkliga innebörd, varvid dess syfte och ekonomiska realiteter samt investerarens påverkansmöjligheter på TRS-motparten bör bli avgörande vid bedömningen. Det kan nämligen inte tillåtas att investerare genom avancerade kommissions- och bulvanliknande upplägg tillåts kringgå annars tillämpliga jävsregler.

¹⁶⁸ Jfr Lindskog, Lag om handelsbolag och enkla bolag – En kommentar, 3 uppl., Norstedts Juridik, 2019, s. 73.

¹⁶⁹ Jfr SOU 1974:83, s. 155 f., Lennander, Rättsmissbruk genom att dra fördel av eget illojalt agerande, Festskrift till Stefan Lindskog, Jure, 2018, s. 428 f., samt Lindskog, Lag om handelsbolag och enkla bolag – En kommentar, 3 uppl., Norstedts Juridik, 2019, s. 73, och Östberg, Om aktieägares lojalitetsplikt, SvJT 2018 s. 265 ff. (s. 270).

¹⁷⁰ Detta är också i linje med den ordning som Munukka synes förorda, se Munukka, Rättsmissbruk – En rättsfigur under framväxt, i Schultz (red.), Stockholm Centre for Commercial Law, Årsbok I, Stockholm 2008 s. 135 ff. (s. 145).

Däremot är det svårt att se framför sig ett intressestridigt handlande som skulle kunna kvalificera som rättsmissbruk utan att samtidigt kvalificera som jäv.¹⁷¹ Konsekvensen av det nu nämnda är att i en situation som den förevarande finns det två tillämpliga – och besläktade – rättsgrunder som kan användas för att stävja ett intressestridigt agerande från en netto-kort-fordringshavares sida.

I detta sammanhang är det också viktigt att beakta att det inte endast är fordringshavarna som är avsedda att skyddas av ett netto-kort-jävsvillkor av det slag som redovisades ovan, utan även emittenten ingår i den skyddade kretsen. Det innebär att en netto-kort-fordringshavare inte endast har att förhålla sig till den jävsreglering som följer av den allmänna associationsrätten, utan också har att fundera över hur dennes intressekonflikt och avsikt att agera inom ramen för kontraktsförhållandet med emittenten förhåller sig till den *avtalsrättsliga lojalitetsplikten*.¹⁷²

Även om den associationsrättsliga lojalitetsplikten beskrivits i den juridiska litteraturen som mer långtgående än sin avtalsrättsliga motsvarighet och det i avsnitt 3.2.4 ovan visats på ett exempel när så är fallet,¹⁷³ ska inte skillnaderna mellan de två överdrivas.¹⁷⁴ De principer som ger den avtalsrättsliga lojalitetsplikten ett innehåll bör i allt väsentligt fungera som riktlinje också när innehållet i dess associationsrättsliga motsvarighet ska fastställas.¹⁷⁵ Gemensamt i detta sammanhang är nämligen att såväl kommersiella avtalsparter som associationsmedlemmar ska avhålla sig från obstruktion samt att åsamka varandra omotiverade förluster, och att avtalsrättigheter av olika slag ska utövas på ett rationellt

¹⁷¹ Vad som möjligen tål att funderas på är om det gör någon skillnad om en fordringshavare etablerar sin netto-kort-position samtidigt med investeringen i företagsobligationen eller först vid en senare tidpunkt. Om den korta investeringen görs först senare skulle nämligen kunna argumenteras för att det saknades ett intressestridigt syfte i samband med att rättsförhållandet under obligationslånet etablerades och att det därför inte är fråga om något rättsmissbruk, utan snarare aktiv portföljstrategi. Argumentet klingar dock ihålligt. Investerarens avsikt är i båda fallen att i vinningssyfte utöva rättigheter under obligationslånet på ett direkt illojalt sätt mot såväl emittent som övriga fordringshavare.

¹⁷² Eftersom den rättsliga relationen mellan netto-kort-fordringshavaren och emittenten har sin grund i ett renodlat försträckningsförhållande så aktiveras inte någon *associationsrättslig* lojalitetsplikt i denna relation. Det skulle möjligen kunna göras gällande att förhållandet är annorlunda om lånet i fråga hade utgjorts av ett vinst- eller kapitalandelslån och därmed haft i vart fall del av sin rättsliga hemvist i ABL. Det förhållandet att det är fråga om ett försträckningsförhållande och att fordringshavarna inte erhåller någon medlemsställning i aktiebolaget gör dock att det inte heller i en sådan situation aktiveras någon särskild associationsrättslig lojalitetsplikt, se även Truyen, Aksjonaerens myndighetsmissbruk – en studie av asl. / asal. § 5-21 og uskrevne misbruksprinciper, Cappelen Akademisk Forlag, 2005, s. 171.

¹⁷³ Se t.ex. Almlöf och Östberg, Om rättsmissbruk i aktiebolagsrätten – Särskilt om minoritetsmissbruk (Del II av II), SvJT 2024 s. 167 ff. (s. 178).

¹⁷⁴ Detta gör sig än mer gällande i en enkel bolagskontext eftersom bolagsformen i huvudsak varar på just avtalsrättslig grund, jfr Almlöf och Östberg, Om rättsmissbruk i aktiebolagsrätten – Särskilt om minoritetsmissbruk (Del I av II), SvJT 2024 s. 83 ff. (s. 84, fotnot 9).

¹⁷⁵ Lindskog, Lag om handelsbolag och enkla bolag – En kommentar, 3 uppl., Norstedts Juridik, 2019, s. 70. Jfr även Östberg, Om aktieägares lojalitetsplikt, SvJT 2018 s. 265 ff. (s. 268).

och skäligt sätt.¹⁷⁶ Det förhållandet att HD i linje härmed angett att avtalsparter har en skyldighet att lojalt verka för att syftet med deras avtal ska förverkligas och att parterna som huvudregel inte får agera på ett sätt som riskerar att orsaka motparten skada, medför att investeringsstrategier som innefattar ett omotiverat användande av uppsägningsgrunder samt ett aktivt motarbetande av eventuella avhjälpandeåtgärder från en emittents sida utgör uppenbara exempel på sådant som konstituerar pliktbrott.¹⁷⁷

Vid en analys av den typ av intressekonflikt som uppkommer till följd av att en skuldinvestor väljer att agera aktivistiskt på sätt som beskrivits ovan gäller det att hålla i minnet att inte alla typer av derivatinvesteringsstrategier har ett sådant illasinnat syfte som den nu behandlade strategin. Tvärtom utgör merparten av all derivathandel en naturlig del av en aktiv och ansvarsfull investerares portföljstrategi. Till detta kommer att många större banker och investeringsfonder till följd av sättet de organiserar sig på samt bredden i verksamheten vid var tidpunkt kommer att ha en uppsjö av långa och korta positioner i marknaden, vilka kan ha tagits oberoende av varandra och där den ena delen av banken/fonden saknar kännedom om hur den andra delen positionerat sig. Dessa positioner kan också direkt eller indirekt ha sin grund i samma finansiella instrument. Detta riskerar att medföra att dylika aktörer utan att själva känna till det är sådana som skulle kunna träffas av ett kontraktuellt netto-kort-jävsvillkor¹⁷⁸ eller den utfyllande rättens jävsreglering.

Mot bakgrund av det nu nämnda finns det (som också angavs i avsnitt 4.1 ovan) anledning att ta fasta på att den tillämpliga jävsregleringen extraherats ur en allmän associationsrättslig lojalitetsprincip, och att dess tillämpning därför måste anpassas till kapitalmarknadskontexten samt obligationslånets natur. För att undvika en situation där regeln riskerar att träffa legitima derivatmarknadsstrategier ligger det sålunda nära till hands att göra en åtskillnad mellan sådana aktivistiska investeringsstrategier som har ett illojalt syfte och övriga. Nackdelen med att låta en skuldinvestor subjektiva motiv vara avgörande för en jävsregels tillämpning är givetvis att regeln blir väsentligen svårare att tillämpa. Det skulle förvisso kunna argumenteras för att det som utgångspunkt föreligger en presumtion för ett ”lojalt” syfte i en netto-kort-situation, men att den presumptionen bryts i sådana fall där netto-kort-positionen är för handen redan i samband med en fordringshavares initiala investering i obligationslånet. Det skulle också kunna argumenteras för ett presumtionsbrott i sådana fall där det föreligger en osedvanligt stor värdemässig diskrepans mellan den korta och den

¹⁷⁶ Jfr Munukka, Rättsmissbruk – En rättsfigur under framväxt, i Schultz (red.), Stockholm Centre for Commercial Law, Årsbok I, Stockholm 2008 s. 135 ff. (s. 139 f. och s. 151).

¹⁷⁷ Jfr NJA 2021 s. 943.

¹⁷⁸ Notera t.ex. att ”Regulated Banks” undantagits i villkorsexemplet ovan, vilket antagligen är en konsekvens av affärs- samt investeringsbankernas verksamhetsbredd och att det till följd av denna bredd skulle vara administrativt och kommersiellt omöjligt för en större bank att underkasta sig det aktuella netto-kort-villkoret.

långa positionen. Härigenom skulle gissningsvis de flesta korta derivatinvesteringar som syftar till sedvanlig kreditsäkring (*hedging*) falla utanför jävsregeln, medan sådana investeringar där investeraren är betydligt översäkrad och som *prima facie* förefaller ha ett tydligt spekulativt syfte komma att omfattas. Klart är dock att den nu skisserade tolkningsregeln är ett trubbigt verktyg för en rättstillämpare, och att bedömningen därför som alltid måste göras mot bakgrund av omständigheterna *in casu*.

För det fall jäv är för handen är den omedelbara rättsverkan att den jävige fordringshavaren inte tillåts att göra gällande den rättighet genom vilken den av rättsordningen önskade situationen kan uppkomma, dvs. i förevarande fall utövande av den rösträtt som följer med obligationsinnehavet. I de fall där det är fråga om den typ av utstuderat illojalt agerande från fordringshavarens sida som beskrivits ovan ligger det dock nära till hands att fordringshavaren i fråga inte frivilligt kommer att avstå från sin rösträtt. Det ligger också nära till hands att anta att varken övriga fordringshavare, agenten eller emittenten kommer att ha någon kännedom om fordringshavarens korta position. Det innebär att ”rättsmissbruket” antagligen kommer i dagen först när ett beslut faktiskt är för handen. Ett sådant beslut träffas dock som i andra jävsfall av ogiltighet samt underkastas ett verkställighetsförbud om fordringshavarens röster varit nödvändiga för utgången. Därtill kan beslutet komma att träffas av ogiltighet (på materiell grund) om det även är i strid mot t.ex. fordringshavarnas syfte med samverkan. I tillägg kan den rättsmissbrukande fordringshavaren komma att bli skadeståndsskyldig mot såväl övriga fordringshavare som emittenten.

4.3 Fordringshavare som är konkurrenter till emittenten

En fordringshavare som är en fientligt sinnad konkurrent till emittenten kan på samma sätt som en fordringshavare med en kort position ha gjort sin investering uteslutande i syfte att identifiera och agera på en uppsägningsgrund under obligationslånet. Detta för att orsaka en likviditetskris hos emittenten som i sin tur gör emittenten insolvent alternativt tvingar emittenten att refinansiera obligationslånet i fråga på sämre villkor. De långsiktiga företagsekonomiska fördelarna med att bli kvitt en större konkurrent kan ju många gånger med råge väga över nackdelarna med att göra en i sammanhanget kortsiktig mindre ekonomisk förlust p.g.a. att en investering i en företagsobligation förlorar i värde.

En situation som den nu beskrivna torde på samma sätt som den situation som behandlades i föregående avsnitt utgöra ett klart exempel på ett rättsmissbruk, dvs. fordringshavaren tillika konkurrenten i fråga har förvärvat och avser att utöva en kontraktuell rättighet för att tillgodose ett annat intresse än det vilket rättigheten upplåtits för att skydda. Det är t.o.m. så att fordringshavarens avsikt i detta typfall är att utöva sin rösträtt under obligationslånevillkoren uteslutande i syfte att orsaka emittenten skada, och detta utan att ta hänsyn till att ett dylikt

rättighetsutövande även kan komma att medföra att övriga fordringshavare drabbas av skada. Det är m.a.o. fråga om den typ av rättsmissbruk som brukar benämnas ”chikan”.¹⁷⁹

Det torde vara okontroversiellt att en fordringshavare i en situation som den ovan beskrivna och som kännetecknas av ett utpräglat illojalt syfte från fordringshavarens sida inte ska tillåtas delta i förvaltningen av ett fordringshavarkollektivs angelägenheter. Problemet är dock detsamma här som i föregående avsnitt, dvs. den chikanöse fordringshavaren kommer med stor sannolikhet inte själv att informera om sina avsikter eller avstå från att utöva sin rösträtt. Däremot kan intressekonflikten vara svårare att gömma undan, eftersom det är enklare för övriga parter att identifiera en direkt konkurrent till emittenten än att få kännedom om en annan fordringshavares positioner på kapitalmarknaden. Om en fordringshavare oaktat att den nu aktuella jävsgrunden är för handen deltar i fordringshavarkollektivets beslutsfattande verksamhet inträder samma rättsverkningar som i det typfall som behandlades i föregående avsnitt.

Aningen knepigare blir det om typfallet ovan modifieras på så sätt att fordringshavarens, tillika konkurrentens, investering i företagsobligationslånet initialt gjordes i rent kapitalplaceringssyfte. Det ursprungliga rättighetsförvärvet har då inte gjorts med någon illojal baktanke om att identifiera ett villkorsbrott som ger rätt att säga upp obligationslånet, utan det illojala syftet aktiveras i stället under resans gång till följd av t.ex. en händelse eller utveckling som fordringshavaren i fråga inte har något omedelbart inflytande över. Det är m.a.o. fråga om något som skulle kunna beskrivas som en *tillfället-gör-tjuven-situation*. För det fall fordringshavaren, tillika konkurrenten, inte av egen kraft kan styra beslutsutgången råder vid beslutstidpunkten ofta osäkerhet om det överhuvudtaget finns någon majoritet i fordringshavarkollektivet för det slut som fordringshavaren önskar. Därmed skulle det – i vart fall med en hel del god vilja – kunna argumenteras för att det vid denna tidpunkt inte heller finns någon tydlig minoritet som riskerar att drabbas av en skada av ett eventuellt syftesstridigt beslut som kan komma att följa av omröstningen. En jävsregel som i en dylik situation hindrar en fordringshavare att rösta på det sätt som är mest rationellt för denne i den uppkomna situationen skulle möjligen kunna anses väl sträng. Detta än mer så mot bakgrund av att en dylik ordning skulle vara långt mer begränsande än vad som gäller för t.ex. aktieägare enligt ABL.

Även i ett fall som det nu beskrivna gäller emellertid att de enskilda fordringshavarna i sina mellanhavanden under obligationslånet måste iaktta den plikt de är underkastade att sträva mot det gemensamma ändamålet för deras samverkan, dvs. förlustminimering.¹⁸⁰ Det kan därmed inte komma i fråga att göra någon

¹⁷⁹ Jfr SOU 1974:83, s. 155.

¹⁸⁰ Jfr Lindskog, Lag om handelsbolag och enkla bolag – En kommentar, 3 uppl., Norstedts Juridik, 2019, s. 73, och dennes uttalande om att åtgärder som försvårar eller förhindrar ett bolags verksamhet normalt utgör lojalitetsbrott såvida inte bolagsmannen har saklig grund för sitt agerande. – Se även det engelska rättsfallet *Assenagon Asset Management SA v Irish Bank*

åtskillnad mellan historiska (vid investeringstidpunkten) och sen- eller nutida (vid beslutstidpunkten) illojala avsikter. Ett illojalt syfte eller agerande blir ju inte mindre illojalt enbart för att det uppkommer eller växer fram med tiden, och det gäller oavsett om det är fråga om ett agerande i en associationsrättslig eller kontraktuell kontext. Dessutom torde det vara förhållandena vid beslutstillfället som är de mest relevanta vid en bedömning av om någon helt eller delvis ska fråntas sin rätt att utöva inflytande över ett visst beslut. Till detta kommer att det som utgångspunkt ankommer på rättsordningen att skydda fordringshavarmötets integritet genom att tillhandahålla de regler som behövs för att säkra beslutsprocessens legitimitet och motverka åtgärder som förhindrar fordringshavarna att uppnå syftet med sin samverkan. Skulle så inte ske ligger det nära till hands att anta att kollektivklausuler i allmänhet och majoritetsbeslutsklausuler i synnerhet kommer att förlora sin betydelse som verktyg för att hantera intressekonflikter inom ett fordringshavarkollektiv. Det nu nämnda samspelar även väl med vad som angavs ovan om att det i och för sig inte finns något hinder mot att en enskild fordringshavare agerar med egenintresset som ledstjärna, men att denne i så fall bör avstå att agera i och för fordringshavarassociationen.

Den problematik som följer av att konkurrenter och andra personer med intressen som är i strid med låntagarens eller övriga kreditgivares intressen har möjlighet att investera i en emittents kapitalstruktur är inte på något sätt okänd på räntemarknaden. I linje härmed har det också kommit att utvecklas avtalsfigurer som syftar till att hantera den problematik som dylika investeringar kan komma att ge upphov till. Dessa avtalsfigurer är dock med något enstaka undantag inte tillgängliga i en kapitalmarknadskontext; detta p.g.a. skuldinstrumentens löpande karaktär och den metodologi som används av obligationslånearrangörerna för teckning och placering av instrumenten i marknaden. Som jämförelse kan dock nämnas att låntagarna inom det s.k. *leverage finance*-området vanligen har ett bestämmande inflytande över vilka kreditgivare som ska tillåtas ingå i en ursprunglig långivargrupp i samband med ingåendet av ett lånefacilitetsavtal. För att säkerställa kontroll över långivargruppen även under lånets löptid och därmed förhindra att t.ex. konkurrenter till låntagaren får tillgång till affärskänslig information eller ges möjlighet att påverka eventuella rekonstruktionsåtgärder för det fall låntagarens ekonomiska ställning skulle försämrats, är det vanligt att låntagaren bilägger en s.k. *Disqualified Lender*-lista till avtalet (emellanåt även benämnd *Black List*). Förenklat beskrivet anger en sådan lista ett mer eller mindre stort antal personer – inte sällan konkurrenter till låntagaren eller kreditgivare som av något skäl anses icke-önskvärda – som låneandelar som huvudregel inte får överlåtas till under löptiden. Skulle en låneandel trots allt överlåtas i strid med en dylik reglering är rättsverkan inte nödvändigtvis att överlåtelserna är överksam, utan att den förvärvande kreditgivaren kan komma att få sitt lån återbetalt i förtid samt att denne inte ges rätt att utöva någon rösträtt i frågor som underställs långivarkollektivet för beslut. Eftersom

Resolution Corp Ltd (formerly Anglo Irish Bank Corp Ltd) [2012] EWHC 2090 (Ch) i vilket den engelska domstolen förklarade ett beslut vid ett fordringshavarmöte överksam och uttalade att fordringshavare under ett obligationslån som genom majoritetsbeslut kan tvinga sin vilja på en minoritet endast får använda denna makt på ett sätt som är till fördel för fordringshavarkollektivet i stort. Se även Fuller, *Corporate Borrowing – Law and Practice*, 5 uppl., Jordan Publishing, 2016, s. 313 f. Jfr också det amerikanska rättsfallet *Hackettstown Nat. Bank v. D.G. Yuengling Brewing Co.*, 74 F. 110, 113 (2d Cir. 1896) samt rättsfallet *British America Nickel Corporation Ltd v MJ O'Brien Ltd [1927] AC 369* från *Privy Council* som ger uttryck för samma grundläggande princip.

konkurrens- och kreditgivarbilden till sin natur är dynamisk är det också vanligt att en låntagare har rätt att lägga till nya personer på *Disqualified Lender*-listan under lånets löptid. Dessa tillägg har dock inte någon retroaktiv verkan. Överlåtelse som redan skett till en person som senare förs upp på listan påverkas alltså inte av att personen i fråga under resans gång kommit att klassificeras som *Disqualified Lender*. Däremot kommer de ovan nämnda rättsverkningarna att utlösas för det fall långgivaren i fråga genomför ytterligare fordringsförvärv. En variant på *Disqualified Lender*-listor är användningen av en s.k. *White List*. En *White List* skiljer sig från en *Disqualified Lender*-lista så till vida att den i stället för att förbjuda överlåtelser till vissa aktörer, anger de aktörer till vilka fordringsöverlåtelser faktiskt är tillåtna. På samma sätt som en *Disqualified Lender*-list är en *White List* i regel dynamisk så tillvida att avtalen inte sällan ger låntagaren en rätt att årligen stryka t.ex. tre till fem parter som finns upptagna i listan. En annan vanlig teknik för att bibehålla kontroll över långivarkollektivets sammansättning under löptiden är att låntagaren kontraktuellt förbehåller sig rätten att godkänna låneandelsöverlåtelser och därmed nya kreditgivare under låneavtalet i fråga. Det förekommer avtal som föreskriver att dylika godkännanden även krävs i fall där avtalet innehåller en *White List*. En ytterligare kontraktuell kontrollteknik som vunnit mark på senare år och som kanske är vanligast förekommande i sådana fall där lånen saknar *Disqualified Lender* eller *White Lists*, är röstförbudsvillkor (*Disenfranchisement Clauses*) som anger att vissa typer av kreditgivare inte ska tillåtas utöva någon rösträtt under lånet i fråga. Inte sällan är det konkurrenter till låntagaren samt den typ av kreditgivare som har som affärsmodell att investera i problemkrediter som denna villkorstyp har sin udd riktad mot. En förhållandevis sentida trend är även användningen av s.k. röstspärrsvillkor (*Voting Caps*). Ett röstspärrsvillkor anger att ingen enskild långgivare får rösta för mer än en viss procent (t.ex. 25 procent) av de sammanlagda antalet röster, och detta oavsett långgivarens beloppsmässiga andel av lånet. Genom denna typ av bestämmelser begränsas det inflytande som en enskild långgivare kan komma att utöva inom ramen för låneavtalet i fråga. En variant på röstspärrsvillkoren är koncentrationsvillkor (*Lender Commitment Cap*). Dessa villkor utgör hinder för en enskild långgivare att svara för mer än en viss procent av det totala lånebeloppet. Genom en dylik ”koncentrationsspärr” så kommer heller ingen enskild långgivare att kunna rösta för mer än den procent av det totala lånet som koncentrationsvillkoret tillåter.

Det får sålunda anses klart att en konkurrent till emittenten regelmässigt är att anse som jävig och förhindrad från att delta i omröstningar i sakfrågor vid ett fordringshavarmöte. Skulle så trots allt ske aktiveras samma rättsverkningar som i det typfall som behandlades i föregående avsnitt.

4.4 Fordringshavare med multipla investeringar i emittentens kapitalstruktur

En annan form av intressekonflikt föreligger i sådana fall där en fordringshavare har investerat i flera obligationslån som getts ut av samma emittent, men där lånen i fråga har olika prioritet i händelse av emittentens insolvens eller fordringshavarens riskexponering under lånen skiljer sig av något annat skäl. I en sådan situation kommer fordringshavaren givetvis att vilja rösta på det sätt som är ekonomiskt mest förmånligt för denne med beaktande av fordringshavarens totala kreditexponering i förhållande till emittenten. Detta riskerar innebära att fordringshavaren kommer att rösta på ett syftesstridigt sätt under det obligationslån där denne har minst kreditexponering i syfte att skydda sin position

under det eller de lån där fordringshavaren i fråga har sin största ekonomiska exponering. Den nu beskrivna problematiken är givetvis inte unik för investeringar i obligationslån, utan gör sig gällande på samma sätt om investeraren i fråga är investerad i t.ex. både ränte- och aktieinstrument som getts ut av emitenten. Det är härvid fråga om en situation där fordringshavare aktivt handlar i strid med sina och övriga investerares intressen på *instrumentnivå* för att i stället skydda de egna ekonomiska intressena på *portföljnivå*.

I den juridiska litteraturen har Lidman, i polemik med undertecknad, gjort gällande att fordringshavare som är investerade i flera obligationslån som ställts ut av samma emittent har rätt att vid fordringshavarmöten under respektive lån rösta uteslutande med egenintresset för ögonen.¹⁸¹ Lidman stödjer denna ståndpunkt på:

- ett uttalande av Lindskog om att en bolagsman får sätta egenintresset före bolagsintresset; och
- att obligationslånevillkoren föranstaltar om majoritetsstyre.

Med start uppifrån kan noteras att Lidman citerar Lindskog till stöd för sin uppfattning. Lidman anger härvid att ”*Lindskog anför [...] att om en bolagsman har ett egenintresse i en viss fråga, 'Då är att märka att egenintresset får sättas före bolagsintresset'*”.¹⁸² Det är riktigt att Lindskog gör detta uttalande. Lidman återger dock Lindskogs uttalande på ett minst sagt atomiskt sätt. Vad Lindskog anger är nämligen följande.

Ett särskilt fall är att en bolagsman har ett egenintresse i viss fråga. Då är att märka att egenintresset får sättas före bolagsintresset. God ordning kräver då att han avstår att agera i och för bolaget, vilket kan ses som ett utflöde av lojalitetsplikten. Frågor av aktuellt slag brukar dock behandlas som ett särskilt spörsmål, nämligen om jäv föreligger. [...]¹⁸³

Genom att inte återge väsentliga delar av Lindskogs resonemang ger Lidman en ofullständig bild av Lindskogs ståndpunkt gällande en enskild bolagsmans frihet att agera i enlighet med egenintresset inom ramen för bolaget. Lidman refererar heller inte till Lindskogs ovan redovisade uttalanden gällande jäv i personbolagskontexter, vilket givetvis är något som är högst relevant i en analys av egenintressets förhållande till bolagsintresset.¹⁸⁴ Något stöd hos Lindskog för Lidmans tes går m.a.o. inte att finna. Tvärtom synes Lindskog representera den rakt motsatta uppfattningen.

¹⁸¹ Lidman, Företagsobligationsmarknadsrätt, Norstedts Juridik, 2024, s. 182 ff.

¹⁸² Lidman, Företagsobligationsmarknadsrätt, Norstedts Juridik, 2024, s. 182.

¹⁸³ Lindskog, Lag om handelsbolag och enkla bolag – En kommentar, 3 uppl., Norstedts Juridik, 2019, s. 71.

¹⁸⁴ Se avsnitt 3.2 ovan där jag redovisar Lindskogs syn på jävsinstitutet i den enkla bolagskontexten.

Lidmans andra argument tar avstamp i majoritetsprincipen. Lidman anför att eftersom majoritetsstyre innebär att beslut som har stöd av en majoritet är bindande för en minoritet som opponerat sig mot desamma, så ”*måste [det] antas innebära att det står varje obligationsinnehavare fritt att rösta vid obligationsinnehavarmötet efter egen preferens, så länge inte detta strider mot obligationsvillkoren*”.¹⁸⁵

Även Lidmans resonemang i denna del förtjänar en närmare granskning. Avtalsfriheten har nämligen två sidor, av vilka den ena utgörs av frihet och den andra av rättsskydd. Lidman missar dock att ta hänsyn till rättsskyddsidan, dvs. hur ett avtalat majoritetsstyre måste balanseras med ett för samverkansformen ändamålsenligt utformat minoritetsskydd för att inte riskera att sluta i majori-

¹⁸⁵ Lidman, Företagsobligationsmarknadsrätt, Norstedts Juridik, 2024, s. 183. I en anslutande fotnot anger Lidman vidare att ”[d]etta av samma skäl som reglerna i aktiebolagslagen i princip inte föreskriver jäv för aktieägare annat än i mycket specifika situationer rörande talan mot en aktieägare, se 7 kap. 46 § aktiebolagslagen, att jämföra med 8 kap. 23 § aktiebolagslagen beträffande jäv för styrelseledamöter, där den förra paragrafen alltså inte träffar beslut om exempelvis avtal mellan bolaget och aktieägaren eller andra rättshandlingar då aktieägaren har ett väsentligt intresse som strider mot bolagets.” Lidmans uttalande ger emellertid en väl begränsad bild av de rösträttsbegränsningar som aktieägare av olika slag är underkastade enligt 7 kap. 7 § (jfr också med 1 kap. 11–12 §§ ABL), 7 kap. 46 § och 16 a kap. 8 § ABL, vilka blir tillämpliga i fler situationer än enbart frågor som gäller väckande av talan mot en aktieägare. Som exempel kan nämnas att t.ex. 7 kap. 46 § ABL i tillägg till processfrågor även aktiveras vid frågor om befrielse från skadeståndsansvar och avtalsförpliktelser. De jämförelser Lidman gör med vad som gäller för jäv för aktieägare enligt ABL saknar dock relevans i den enkla bolagskontexten. Som bl.a. Almlöf/Östberg, Lindskog och Munukka uttalat är aktieägare varken underkastade någon bidragsplikt eller lojalitetsplikt i förhållande till aktiebolaget motsvarande vad som gäller för bolagsmän i enkla bolag, se Lindskog, Lag om handelsbolag och enkla bolag – En kommentar, 3 uppl., Norstedts Juridik, 2019, s. 70, Munukka, Kontraktuell lojalitetsplikt, Jure, 2007, s. 312, och Almlöf och Östberg, Om rättsmissbruk i aktiebolagsrätten – Särskilt om minoritetsmissbruk (Del II av II) SvJT 2024 s. 167 ff. (s. 175), samt Östberg, Om aktieägares lojalitetsplikt, SvJT 2018 s. 265 ff. (s. 265). Även som Sørensen, Selskabsstrukturer – Joint ventures og graensoverskridende omstruktureringar, Jurist og Økonomiforbundets Forlag, 2020, s. 116 f. och s. 119, med avseende på dansk rätt. – En annan betydelsefull skillnad mellan aktiebolagskontexten och den enkla bolagskontexten (och som är av särskild relevans vid intressekonflikter som är hänförliga till fordringshavare med kopplingar till emittentsidan) är att ett aktiebolag och dess dotterbolag som utgångspunkt inte får äga aktier/aktier i moderbolaget, medan utgångspunkten för en obligationslåneemittent och dennes dotterbolag är den motsatta, se 19 kap. 1–2 §§ ABL jämfört med punkten 10.2 i SVPM-villkoren. Något som gör det än mer angeläget med en rättsfigur som kan hantera den typ av intressekonflikter som kan uppstå till följd av det egna värdepappersinnehavet. En ytterligare skillnad att förhålla sig till är att företagsobligationer inte är underkastade något splittringsförbud motsvarande vad som gäller för aktier, se Andrews, Borgenärskollektiv – En studie av fyra borgenärskollektivs rättsliga klassificering, Jure, 2022, s. 456. Därmed finns det en risk för att de förvaltningsrättigheter som följer med företagsobligationen kan komma att utövas av någon vars intressen går på tvärs med såväl emittentens som övriga fordringshavares intresse. Även detta är ett förhållande som kräver en tillämplig jävsregim för att den organisationsmodell som SVPM-villkoren anvisar ska fungera på avsett sätt.

tetsmissbruk.¹⁸⁶ Ett sådant minoritetsskydd består ofta av flera olika och samspelande skyddsregler, vilka kan vara både proaktiva och reaktiva respektive påbjudande och förbjudande till sin karaktär. Dessa kan framgå av såväl det avtal som utgör grunden för samverkan som den utfyllande rätten på området. I avtalshänseende kan skyddet vara såväl explicit som underförstått. Klart är hur som helst att det i avsaknad av avtalsregleringar som anger annorlunda föreligger en presumtion för att parterna inte träffat ett avtal av innebörd att majoriteten ska kunna utöva sin makt över minoriteten utan att behöva förhålla sig till några som helst begränsningar. En viktig del i ett traditionellt minoritetsskydd utgörs härvid av jävsregler av skilda slag, vilka som påtalats kan vara olika stränga beroende på bl.a. vilken personkategori som är föremål för desamma och i vilken organisatorisk kontext de ska äga tillämpning. Sådana regler återfinns som beskrivits ovan inte endast i SVPM-villkoren, utan även i den utfyllande rätten på området. Och fordringshavarna har att förhålla sig till och iakta båda regeluppsättningarna i en beslutssituation.

Till det nu nämnda kommer att Lidman inte tar tillräcklig hänsyn till de rättsliga effekterna av hans egen klassificering av fordringshavarkollektivet som ett enkelt bolag. Associationsklassificeringen kräver nämligen att en analys av den typ intressekonflikt som behandlas i förevarande avsnitt beaktas, i tillägg till de skrivna obligationslånevillkoren, att de enskilda fordringshavarna har att iakta ett antal skyldigheter som följer av allmänna associationsrättsliga principer (såvida inte dessa – till den del det är möjligt – uttryckligt eller konkludent avtalats bort).¹⁸⁷ En sådan princip är att bolagsmän har en skyldighet att iakta och verka för det gemensamma bolagssyftet när de rättshandlar i eller för bolaget, t.ex. när de deltar i bolagets förvaltning genom att rösta vid ett fordringshavarmöte.¹⁸⁸ Detta är emellertid något som Lidman överhuvud inte berör.

Lidmans argumentation synes i stället kretsa kring likabehandling. Lidman anger i anslutning till ett exempel motsvarande den situation som beskrevs i inledning till detta avsnitt att:

[...]

Medför A:s ställning som bolagsman i det enkla bolaget som obligationsinnehavarkollektivet i obligationslån I utgör en plikt att när A röstar på obligationsinnehavarmötet, rösta i övriga fordringshavares intresse, eftersom en förlängning av lånet drabbar övriga obligationsinnehavare mer negativt än A och därmed utgör en form av olikabehandling. Enligt Mallvillkoren, punkt 17.4.2, räcker det att A röstar för förlängningen av lånet för att det ska gälla och binda samtliga obligationsinnehavare.

¹⁸⁶ Jfr Lindskog, *Ideella föreningar i ljuset av den allmänna associationsrätten*, Norstedts Juridik, 2023, s. 57 och s. 578.

¹⁸⁷ Jfr Adestam och Arvidsson, *Associationsrättens grunder*, Studentlitteratur, 2023, s. 36, och Lindskog, *Ideella föreningar i ljuset av den allmänna associationsrätten*, Norstedts Juridik, 2023, s. 54 ff.

¹⁸⁸ Se fotnot 15 ovan med vidare hänvisningar.

Det är emellertid inte likabehandlingsfrågan som är kärnan i problematiken. Kärnan är i stället att finna i den konflikt som föreligger mellan fordringshavar-associationens (det enkla bolagets) syfte med verksamheten och den enskilde fordringshavarens/bolagsmannens egenintresse. Denna konflikt kan, men behöver inte, ha någon likabehandlingsaspekt. Rättshandlingar som företas och beslut som kommer till i strid med syftet med verksamheten behöver nämligen inte vara i strid med den associationsrättsliga likabehandlingsprincipen.¹⁸⁹ På samma sätt kan beslut som är i strid med likabehandlingsprincipen hålla sig inom de ramar som följer av associationssyftet.¹⁹⁰ Det jävsreglerna syftar till att motverka är m.a.o. inte primärt olikabehandling, utan att rättshandlingar företas och att beslut kommer till under påverkan av syftesfrämmande medlemsintressen som i sin tur riskerar resultera i att associationen (och ytterst dess medlemmar) berövas möjligheter att nå målsättningen för dess verksamhet.¹⁹¹ Det en jävsordning ytterst syftar till att säkra är annorlunda uttryckt en effektiv och ändamålsstödjande beslutsprocess, vilket är något annat än de faktiska beslutseffekter som Lidman tar avstamp i.¹⁹² Lidman närmar sig sålunda den fråga han avser att besvara från fel håll.

Till detta kommer vad som framhölls i avsnitt 3.2.4 ovan om att det inte går att förena en ordning som å ena sidan bygger på en skyldighet att verka för ett visst ändamål med å andra sidan en ordning som bygger på en frihet att motverka samma ändamål. Det enkla bolagets konstruktion förutsätter därför att den som är medlem i bolaget är lojal med ändamålet för verksamheten, och därmed krävs också att medlemmarna underkastar sig en jävsordning av något slag alternativt att det finns andra skyddsmekanismer för att hantera syftesstridiga intressen i den beslutsfattande verksamheten. Skulle medlemmarna vara fria att motverka ändamålet för verksamheten är det klart tveksamt om något gemensamt ändamål

¹⁸⁹ Så kan t.ex. vara fallet om samtliga fordringshavare av något skäl samtycker till ett förslag som är tydligt ändamålsfrämmande, jfr t.ex. NJA 2013 s. 117 (särskilt punkterna 14 och 22) där HD i ett föreningsrättsligt mål bl.a. angav att ett beslut som "[...] har fattats med samtycke från alla som var medlemmar i föreningen när beslutet fattades inte kan föranleda skadeståndsskyldighet för styrelseledamöterna, även om det skulle vara ett för föreningen ogynnsamt beslut som fattades." Ett annat exempel återfinns i NJA 2015 s. 939 där det var fråga om en årsstämmas beslut i samfällighetsförening var främmande för samfällighetens ändamål. Stämman hade beslutat att förse anläggningen med en el- och ljusanordning som inte hade någon tidigare motsvarighet. HD upphävde beslutet. Frågan om likabehandling aktualiserades aldrig i målet, vilket får anses naturligt eftersom följderna av beslutet var desamma för samtliga aktieägare och någon likabehandlingsprincip därmed heller aldrig hade satts åt sidan.

¹⁹⁰ Jfr Lindskog, *Ideella föreningar i ljuset av den allmänna associationsrätten*, Norstedts Juridik, 2023, s. 58.

¹⁹¹ Jfr NJA 2013 s. 117 (punkten 14), NJA 1981 s. 1117 och Arvidsson och Samuelsson, *Styrelsejävt i aktiebolag*, Festskrift till Rolf Dotevall, Juristförlaget i Lund, 2020, s. 69 ff. (s. 69 f.).

¹⁹² Andrews, *Borgenärskollektiv – En studie av fyra borgenärskollektivs rättsliga klassificering*, Jure, 2022, s. 483.

för verksamheten överhuvudtaget kan anses vara för handen, och i så fall kan det också ifrågasättas om samverkan kvalificerar som ett enkelt bolag.¹⁹³

Av betydelse i detta sammanhang är även att en fordringshavare som investerat i flera obligationslån kommer att vara bolagsman i flera enkla bolag.¹⁹⁴ Dessa bolag konkurrerar sinsemellan om emittentens förmögenhetsmassa. Som nämnades redan inledningsvis kan detta konkurrensförhållande gestalta sig på olika sätt beroende på om lånen t.ex. är *pari passu* eller om något av dem har någon form av prioritet. Fordringshavarnas respektive förmånsrätt kommer härvid att avspegla sig i deras respektive vilja att rösta för t.ex. en rekonstruktionsuppställning av något slag. För en enskild fordringshavare som är medlem i flera fordringshavarkollektiv under olika obligationslån och vars investeringar skiljer sig i prioritet och storlek, kommer detta att ge upphov till den typ av intressekonflikt som beskrevs i inledningen till detta avsnitt. Innebörden av den ståndpunkt som Lidman förordar är att det i en sådan situation skulle stå en fordringshavare fritt att agera syftesstridigt i det ena av de två enkla bolag i vilket fordringshavaren i fråga är bolagsman för att därigenom gynna det konkurrerande bolag i vilket fordringshavaren i fråga kan förvänta sig bäst betalt med beaktande av fordringshavarens totala exponering mot emittenten. En dylik ordning saknar dock stöd i rättskällorna, vilka i stället synes ge vid handen att en bolagsman som har intressen i konkurrerande verksamheter inte ska ges möjlighet att delta i ett bolags förvaltning. Något som är naturligt eftersom risken för skada skulle öka drastiskt om en dylik bolagsman tilläts behålla sina förvaltningsrättigheter och agera i egenintresset oaktat dennes intressen i den konkurrerande verksamheten.¹⁹⁵

¹⁹³ Jfr avsnitt 3.2.4 och 4.1 ovan.

¹⁹⁴ Se fotnot 117 ovan.

¹⁹⁵ Jfr t.ex. Lindskog, Lag om handelsbolag och enkla bolag – En kommentar, 3 uppl., Norstedts Juridik, 2019, s. 71, Sørensen, Selskabsstrukturer – Joint ventures og grænsoverskridende omstruktureringer, Jurist og Økonomiforbundets Forlag, 2020, s. 46, och Östberg, Om aktieägares lojalitetsplikt, SvJT 2018 s. 265 ff. (s. 269 f.). – Det kan i detta sammanhang noteras att skälet till att lagstiftaren valt att inte begränsa rösträtten i formella företagsrekonstruktioner för parter som p.g.a. något egenintresse kan antas komma att agera på ett sätt som motverkar en kollektivt god rekonstruktionsuppställning, är att FrekL innehåller ett antal andra skyddsregler av såväl proaktiv som reaktiv karaktär som gör att missbruksrisken begränsas på ett effektivt och tillfredställande sätt (angående det sistnämnda, se lagrumshänvisningarna i fotnoterna 81–82 ovan). Till detta kommer att det är fråga om ett domstolsstyrt förfarande. Härigenom finns det trots avsaknaden av traditionella jävsregler ett ur borgenärsdemokratisynpunkt fullgott beslutsystem som skänker de beslut som genereras genom systemet en hög grad av legitimitet. Det förtjänar i detta sammanhang att framhållas att det av 4 kap. 5 § FrekL framgår att t.ex. borgenärer med prioriterade, oprioriterade respektive offentlighetsrättsliga och efterställda fordringar samt aktieägare ska delas in i fem separata grupper i samband med en planförhandling p.g.a. att de har så pass skilda intressen att det inte är lämpligt att de röstar i samma grupp. Dessa grupper kan i sin tur delas in i undergrupper om deras olika intressen motiverar det. – Det kan noteras att också aktörerna på den s.k. *leverage finance*-marknaden sedan lång tid tillbaka uppmärksammat den problematik som följer av att kreditgivare är investerade på flera ställen i en låntagares kapitalstruktur. Det finns därför exempel i nämnda del av kreditmarknaden på

I detta sammanhang måste även beaktas att det är fordringshavaren själv som skapat intressekonflikten genom att göra investeringarna i de olika obligationslånen. Det är m.a.o. fråga om ett medvetet ekonomiskt risktagande från fordringshavarens sida. När detta risktagande inte utvecklas som förväntat är det med Lidmans synsätt fritt fram för fordringshavaren i fråga att agera avsiktligt intressestridigt i ett av de två enkla bolag som denne är bolagsman i för att hålla de egna förlusterna så låga som möjligt. Det är uppenbart att en dylik ordning inte är förenlig med gällande rätt. Tvärtom torde den typ av agerande som Lidman menar är tillåtet snarast utgöra ett skolboksexempel på när jäv är för handen.

Lidman medger förvisso att det slut han kommit till ”inte [...] nödvändigtvis är tillfredställande”. Lidman vänder sig dock mot att låta en fordringshavarens lojalitetsplikt alternativt en skyldighet för fordringshavarna att rösta i kollektivets intresse tillhandahålla lösningen på den problematik som följer av den slutsats han kommer till. Lidman förespråkar i stället en lösning som bygger

villkor i låneavtal/interkreditgivaravtal som anger att långivare i en efterställd lånefacilitet som förvärvar andelar i en prioriterad facilitet under samma låneavtal inte ska tillåts utöva någon rösträtt för sina andelar i den prioriterade faciliteten, se t.ex. Hill, *Intercreditor considerations for super senior lenders in unitranche financings*, *Butterworth Journal of International Banking and Finance Law*, april 2016, s. 213 ff. (s. 214). Se även Friedman m.fl., *Agreements among lenders and unitranche facilities – a fresh look at a trending product*, Mayer Brown, november 2023, s. 5 samt Galil och Wise, *Unitranche ”Agreements Among Lenders”*, *Bloomberg Law*, 2018, s. 3, och Grant Thornton, *Capital Thinking – Banks, unitranche and intercreditor agreements – How will intercreditor provisions play out in the COVID-19 world?*, 2020, s. 6. – En ordning liknande den nu beskrivna gäller även i sådana internationella samarbetsavtal som emellanåt ingås mellan flera kreditgivare i samband med att en gemensam gäldenär drabbats av ekonomiska problem och gäldenären söker en underhandsuppställning (s.k. *Lender Cooperation Agreements* eller kort och gott *Co Ops*). Dessa samarbetsavtal syftar till att koordinera kreditgivarnas agerande och skydda dem från att gäldenären träffar en separat överenskommelse med endast vissa av dem, med följd att de kreditgivare som ställs utanför riskerar att gå miste om potentiella ekonomiska fördelar och/eller bli efterställda de kreditgivare som är parter i överenskommelsen med gäldenären. För att samarbetsavtalen ska fungera på avsett sätt krävs att de kreditgivare som träder in i desamma bl.a. åtar sig i förhållande till varandra att inte träffa separata, bilaterala, överenskommelser med den gemensamma gäldenären. Detta kräver i sin tur att de kreditgivare som träder in i samarbetsavtalet gör så med sin totala kreditexponering i förhållande till gäldenären. Som huvudregel (det finns givetvis undantag) tillåter därför *inte* avtalen att en kreditgivare som är investerad i t.ex. både en säkerställd och icke-säkerställd lånefacilitet endast träder in i samarbetsavtalet med den ena av sina två krediter, utan avtalen kräver i normalfallet att en sådan kreditgivare åtar sig att inte ingå någon separat överenskommelse med gäldenären med avseende på någon av sina utestående kreditexponeringar. Härigenom hindras kreditgivare från att agera opportunistiskt genom att använda samarbetsavtalet som ett skydd mot andras opportunistiska ageranden och samtidigt behålla flexibiliteten att själv agera opportunistiskt med avseende på den kreditexponering som lämpar sig för sådant agerande. Angående det nu nämnda, se t.ex. rx/Pari Passu Newsletter (nr 172), *From Shield to Sword: How Cooperation Agreements Became the Weapon They Were Designed to Prevent*, 6 februari 2026 samt Seaton, *The Value And Legality Of Lender Cooperation Agreements*, 8 maj 2025, s. 57.

på höjda majoritetströsklar för villkorsändringar av mer fundamental betydelse för fordringshavarna, såsom förlängda löptider, skuldnedskrivningar, etc.¹⁹⁶

För egen del ställer jag mig tveksam till att det skulle vara möjligt att ”runda” den oskrivna handlingsnorm som förlustminimeringssyftet utgör genom att höja majoritetströsklarna för beslut i vissa sakfrågor. Grundproblematiken kvarstår nämligen så länge fordringshavarna utövar sin rösträtt på ett syftesstridigt sätt, och det enda sättet att läka ett dylikt (syftesstridigt) beslut är att samtliga fordringshavare ställer sig bakom detsamma.¹⁹⁷ Jag delar emellertid Lidmans slutsats såtillvida att det rättsläge som redovisats ovan är otillfredställande.¹⁹⁸ Jag har dock ingen egen universallösning att erbjuda för att hantera problemet. En möjlighet hade förvisso kunnat vara att explicit ange i obligationslånevillkoren att fordringshavarna får utöva sin rösträtt på sätt de finner bäst, och utan att behöva ta hänsyn till andra intressen än de egna.¹⁹⁹ Nackdelen med denna form av marknadsliberal lösning är att den öppnar dörren för den typ av missbruk som beskrivits i de två föregående avsnitten. Fördelen är å andra sidan att ett villkor av nu nämnt slag erbjuder ökad förutsebarhet genom att spelreglerna blir tydliga för alla som väljer att investera i obligationslånet, och därmed blir de risker som kommer med den nu föreslagna lösningen också möjliga att prissätta.

En inte obetydlig konsekvens av att den typ av ”egenintressevillkor” som jag nämner ovan skulle bli en del av SVPM-villkoren är att det med stor sannolikhet skulle medföra att fordringshavarkollektivet förlorar sin associationsstatus. För om de enskilda fordringshavarna explicit tillåts att rösta utan hänsyn till det övergripande ändamålet med samverkan är det som antydde redan i avsnitt 3.2.4 ovan tveksamt om det kan anses finnas ett gemensamt bolagssyfte. Något som är en nödvändig förutsättning för att ett enkelt bolag ska kunna vara för handen.

¹⁹⁶ Lidman, Företagsobligationsmarknadsrätt, Norstedts Juridik, 2024, s. 184 f., samt Lidman och Fjäll, Om ändring av obligationsvillkor, Festskrift till Svante Johansson, Norstedts Juridik, 2024, s. 153 ff. (s. 162 ff.)

¹⁹⁷ Jfr NJA 2013 s. 117 (särskilt punkterna 14 och 22) samt Johansson, Svensk associationsrätt i huvuddrag, 14 uppl., Norstedts Juridik, 2026, s. 165, och Svensson, Handelsbolagslagen: kommentar till lagen om handelsbolag och enkla bolag, Tholin och Larsson-gruppen, 1981, s. 171.

¹⁹⁸ Detta än mer så mot bakgrund av att en emittents olika finansiella instrument nu är föremål för olika stränga jävsregimer, och det därmed kan uppkomma situationer där en och samma intressekonflikt kan komma att hanteras på olika sätt beroende på associations- och medlemsmöteskontexten.

¹⁹⁹ Det skulle möjligen kunna argumenteras för att en dylik bestämmelse redan finns i SVPM-villkoren. I punkten 17.4.9 i SVPM-villkoren anges nämligen att ”*A Bondholder holding more than one Bond need not use all its votes or cast all the votes to which it is entitled in the same way and may in its discretion use or cast some of its votes only.*” Vid en första anblick synes detta villkor skänka fordringshavarna tämligen stor frihet att rösta efter eget skön. Villkoret är dock avsett att ge sådana förvaltare av kontoförda obligationer frihet att rösta i enlighet med de olika instruktioner som de erhåller från de faktiska fordringshavarna. Syftet med avtalsvillkoret är alltså inte att ge de verkliga fordringshavarna full frihet att rösta i enlighet med egenintresset. Dessutom finns det inget i villkoret som ger de enskilda fordringshavarna ett *carte blanche* att rösta i strid med syftet för deras samverkan.

Å andra sidan kanske inte detta medför några större problem i praktiken, eftersom skillnaderna mellan den enkla bolags- och samarbetsavtalskonstruktionen är förhållandevis små. Till detta kommer att de få tvingande regler som BL föranstaltar om inte i alla delar lämpar sig för den kontext i vilken fordringshavarnas samverkan utspelar sig. Dessutom finns det avtalstekniska möjligheter att begränsa de eventuella avarter som ett ökat handlingsutrymme på fordringshavarsidan skulle kunna komma att medföra. Det finns t.ex. inget som hindrar att fordringshavare som hör hemma på "emittentsidan" även fortsättningsvis frångår sina möjligheter att utöva inflytande över obligationslånet. Inte heller finns det något hinder mot att lägga in den typ röstförbudsvillkor som behandlades ovan och som medförde att netto-kort-fordringshavare frånges sin rösträtt. De enskilda beslutens förankring i fordringshavarkollektivet kan också stärkas genom krav på särskilt kvalificerad majoritet för beslut som riskerar att påverka de enskilda fordringshavarnas förmögenhetsställning under obligationslånet på ett mer väsentligt sätt.²⁰⁰ Även andra kontraktuella minoritetsskyddsvillkor är tänkbara. Dessutom fungerar de avtalsrättsliga ogiltighetsreglerna och allmänna principer om rättsmissbruk m.m. som skyddsbarriärer mot sådant handlande som placerar sig alltför långt ut på den rättsliga otillbörlighetsskalan.

I avvaktan på att SVPM-villkoren revideras för att på ett eller annat sätt hantera den problematik som är föremål för behandling i förevarande avsnitt skulle dock kunna tänkas att rättstillämparen tar fasta på att den oskrivna jävsregel som mejslats fram genom förevarande studie inte är att likställa med ett lagstadgande, utan att det är fråga om en regel som härleds ur en allmän associationsrättslig lojalitetsprincip. Något som i linje med vad som angavs i avsnitt 4.1 ovan medför att en tillämpning av regeln förutsätter att det görs en intresseavvägning mot bakgrund av den rättsliga kontexten och omständigheterna *in casu*. Det kan härvid antas att om jävsregeln tillämpades oavkortat på den typ av intressekonflikt som nu är för handen så skulle det kunna ha en negativ inverkan på likviditeten på obligationsmarknaden, eftersom investerare antagligen skulle tvingas bli mer selektiva med avseende på vilka instrument de väljer att investera i. En mindre likvid obligationsmarknad skulle i sin tur få till följd att det skulle bli svårare att omsätta obligationer p.g.a. fördringar av olika slag. En sådan är ökade transaktionskostnader. En annan är att investerarna antagligen kommer att kräva en likviditetspremie i tillägg till den kreditriskpremie som redan i dag är inbakad i obligationens pris. Dessa fördringar ska vägas mot de konsekvenser som kan uppkomma för det fall investerare tillåts rösta inte bara i egenintresset, utan t.o.m. i strid med fordringshavarnas kollektiva intresse av förlustminimering.

²⁰⁰ Skillnaden mellan mitt och Lidmans förslag vad gäller användandet av majoritetströskelinstrumentet är det rättsliga paradigmet. Jag föreslår (eller, egentligen, anger som ett exempel) instrumentet i ett obligationsrättsligt paradigm för att begränsa de negativa effekterna av att rösträtt tillåts utövas i egenintresset, medan Lidman använder detsamma i ett associationsrättsligt paradigm i vilket de enskilda bolagsmännen/fordringshavarna har att iakttä ett associationssyfte i sina mellanhavanden.

De nu nämnda förhållandena gjorde sig gällande även i de typfall som diskuterades i de två föregående avsnitten. En skillnad är dock att den illojalitets-situation som är för handen i förevarande typfall som utgångspunkt inte är lika utstuderad som i de två tidigare typfallen, och därmed inte heller lika kvalificerat otillbörlig till sin natur. Till detta kommer att det bör kunna antas att de som investerar i ett obligationslån vanligen är införstådda med att en eller flera övriga investerare i samma obligationslån kan ha investerat också i andra instrument som emittenten ställt ut på kapitalmarknaden. Oaktat detta kan det mot bakgrund av den tillämpliga utfyllande rätten knappast komma i fråga att sanktionera en ordning enligt vilken det är fritt fram för fordringshavarna att hänge sig åt syftesstridigt röstande. Däremot skulle det kunna argumenteras för att en lämplig avvägning mellan de olika intressen som gör sig gällande i den nu aktuella typsituationen skulle kunna vara att låta sådana fordringshavare som i egenskap av storleken på sina innehav kan kontrollera utfallet i en viss sakfråga vara underkastade en i jävshänseende strängare lojalitetsplikt än sådana som saknar motsvarande kontroll.²⁰¹ Detta i vart fall om det är samma person hos fordringshavaren i fråga som svarar för de olika investeringarna i emittentens kapitalstruktur, men också i sådana fall där det är olika personer som svarar för investeringarna men dessa antingen kan antas agera samordnat eller där det annars saknas effektiva informationsdelningsbarriärer eller nödvändig investeringsautonomi. Skälen för en sådan ordning skulle i så fall vara att härleda ur förlustminimeringssyftets handlingsdirigerande verkan samt den lojalitetsplikt som har sin grund i det obligationsrättsliga förhållande som binder samman fordringshavarna, men också (och kanske viktigast av allt) ur det förhållandet att majoritetsfordringshavaren i den nu beskrivna situationen har ett bestämmande inflytande över övriga fordringshavares förmögenhetsställning under obligationslånet.²⁰²

Som framhölls i avsnitt 3.2.2 ovan är det klart otillfredsställande med en ordning där fordringshavare som i allt annat är likställda är underkastade olika stränga lojalitets- respektive jävsregimer. Å andra sidan är intressekonflikterna

²⁰¹ Detta skulle i så fall inte endast gälla ensamma fordringshavare med större innehav, utan även sådana fordringshavare som har mindre innehav men agerar i samförstånd i enlighet med en särskild röstöverenskommelse och därigenom erhåller en *de facto* majoritetsposition. – I detta sammanhang bör uppmärksammas att även en fordringshavare som innehar långt under 50 procent av det totala antalet röster under obligationslånet kan kontrollera utfallet av enskilda omröstningar. Skälet till det är de kворumkrav respektive det förhållandet att de majoritets-trösklar som SVPM-villkoren föranstaltat om beräknas mot bakgrund av de som faktiskt deltar i röstandet vid ett fordringshavarmöte eller skriftligt förfarande, se punkterna 17.4.2–17.4.3 respektive 17.4.5–17.4.7.

²⁰² Jfr Munukka, Kontraktuell lojalitetsplikt, Jure, 2007, s. 312, och vad denne anger om att renodlade ekonomiska delägare i regel inte är föremål för någon lojalitetsplikt, men att en dylik plikt kan komma att aktiveras om delägarens insats är betydande samt denne även har förvaltningsbefogenheter. Jfr också Östbergs motsvarande argumentation gällande majoritetsaktieägares lojalitetsplikt i Om aktieägares lojalitetsplikt, SvJT 2018 s. 265 ff. (s. 291).

olika till sin karaktär och det är omöjligt att ur den allmänna associationsrätten extrahera en universaljävfigur som på ett lämpligt sätt kan balansera omsättningsintresset med rättskyddsintresset i de olika fallen. Till detta kommer att det vid sådana intressekonflikter som är föremål för behandling i förevarande avsnitt finns goda skäl för att endast den som ensam kan påverka utfallet i en viss sakfråga (och som i händelse av olika investeringsenheter inom ramen för samma organisation inte kan visa att den enhet som utövar rösträtten kan antas komma att agera oberoende av det konfliktande intresset) ska behöva förhålla sig till fordringshavarkollektivets intresse redan i samband med omröstningssituationen, medan övriga fordringshavares motiv och agerande blir av relevans först när det faktiska beslutsutfallet är för handen. Härigenom erhålls nämligen en god balans mellan å ena sidan fordringshavarnas behov av rättskydd (dvs. rättsliga mekanismer för att proaktivt respektive reaktivt förhindra bolagsskadliga åtgärder) och å andra sidan frihet (att inrätta sina mellanhavanden på sätt de finner bäst). I det sistnämnda ligger också en strävan att inte ålägga passiva fordringshavare med mindre innehav onödigt långtgående skyldigheter. Något som gör sig än mer gällande om dylika skyldigheter riskerar att inverka menligt på likviditeten på obligationsmarknaden.

Sammanfattningsvis råder det inget tvivel om att avvägningen mellan omsättningsintresset och minoritetsskyddsintresset är komplicerad i den nu aktuella obligationslånekontexten; inte minst eftersom såväl SVPM-villkoren som BL saknar skyddsregler för att proaktivt hantera den nu aktuella intressekonflikten motsvarande vad som finns i t.ex. FrekL. Till det kommer som tidigare nämnts att olika skäl kan väga olika tungt beroende på om ett obligationslån är noterat och har en spridd investerarkrets jämfört med om ett lån kommit att placeras i en privat miljö och hos en mindre krets investerare genom en s.k. *private placement*. Rättsläget måste betecknas som mycket osäkert. Klart är dock att om jäv skulle vara för handen kommer rättsverkningarna att vara densamma i detta typfall som i de två föregående.

4.5 Fordringshavare med framtida affärsmöjligheter

Det torde inte vara ovanligt att fordringshavarkollektiv utgörs av dels fordringshavare som är renodlade investerare och vars enda affärsrelation med emittenten utgörs av det fordringsförhållande som manifesteras genom obligationen, dels av fordringshavare som i tillägg till sin investering i obligationslånet även har andra affärsrelationer med emittenten. Så kan t.ex. vara fallet om fordringshavaren i fråga i tillägg till att vara just fordringshavare under obligationslånet även är varuleverantör till emittenten. De dubbla rollerna som investerare respektive leverantör är inte i sig problematiska. Däremot kan det för dylika fordringshavare i vissa fall vara frestande att rösta på ett intressestridigt sätt; i avsnitt 1 ovan exemplifierades just en sådan situation.

Att den nu aktuella intressekonflikten är problematisk att förhålla sig till och att fordringshavarkategorin kräver särbehandling framgår med all önskvärd tydlighet av att det i den juridiska litteraturen gjorts gällande att denna personkategori vid företagsrekonstruktioner enligt FrekL ska indelas i en egen grupp i samband med en planförhandling. Det skäl som anförts härför är just att dessa borgenärer har divergerande intressen jämfört med t.ex. en renodlad skuldinvesterare med en engångsfordring, och skulle denna personkategori placeras i samma grupp som t.ex. engångsborgenärerna finns det risk för att omröstningsreglernas minoritetsskyddande funktion skulle omintetgöras.²⁰³

Den gruppindelingsmöjlighet och de borgenärsskyddsmekanismer som tillhandahålls inom ramen för den formella rekonstruktionsprocessen saknar som ovan angetts motsvarighet i den utomrättsliga kontext som ett fordringshavarmöte under SVPM-villkoren utspelar sig i. Det medför att det finns två alternativ för att hantera den intressekonflikt som kommer med fordringshavare som önskar skydda existerande och framtida affärsförbindelser med emittenten. Det ena alternativet utgår från att fordringshavaren i fråga tillåts rösta helt i egenintresset, medan det andra alternativet utgår från att intressekonflikten är så pass väsentlig att fordringshavaren ska förlora sin rösträtt eftersom en annorlunda ordning skulle riskera att medföra skada för fordringshavarkollektivet i stort.

Frågan är då om det finns något skäl att *inte* tillämpa den utfyllande rättens jävsregel i förevarande typfall? Skulle så vara fallet krävs i linje med diskussionen i föregående avsnitt att omsättningsintresset trumfar rättsskyddsintresset. Det som närmast talar för att låta den utfyllande rättens jävsregel hantera den nu aktuella intressekonflikten i den beslutsfattande verksamheten är just avsaknaden av proaktiva minoritetsskyddsregler motsvarande vad som finns i t.ex. FrekL. Vid den intressebedömning som ska göras får det dock anses klart att den nu behandlade intressekonflikten inte är tillnärmelsevis lika bestickande som de missbrukssituationer som redovisades under avsnitt 4.2 och 4.3 ovan. Förevarande konfliktsituation påminner däremot i ”otillbörlighetshänseende” om den situation som behandlades i avsnitt 4.4 ovan. Utan att veta säkert skulle jag dock gissa att de personer (varuleverantörer) som är föremål för den nu behandlade intressekonfliktstypen är färre till antalet jämfört med de personer (t.ex. professionella investerare) som kan tänkas vara föremål för den intressekonfliktstyp som behandlades i föregående avsnitt.

Eftersom omsättningsintresset väger tungt vid en intresseavvägning, skulle det kunna argumenteras för att det även i förevarande typfall kan finnas anledning att begränsa räckvidden av den utfyllande rättens jävsregel. På samma sätt som i föregående avsnitt skulle det då också kunna argumenteras för att

²⁰³ Göthlin, Den nya rekonstruktionsrätten – Särskilt om förändringar av gäldenärens aktiekapital, Norstedts Juridik, 2025, s. 108. Jfr även Ehrenpil, Rekonstruktionsuppställningen – Om maktutövning och intresseförhållanden vid rekonstruktion av aktiebolag, Iustus Förlag, 2023, s. 114 ff. och s. 120 f., samt Karlsson-Tuula, Rekonstruktion efter insolvensdirektivet, Norstedts Juridik, 2025, s. 95 f.

det ska göras en åtskillnad i jävshänseende mellan s.k. kontrollfordringshavare som i kraft av storleken på sina obligationsinnehav kan styra beslutsutfallet och övriga. De för- respektive nackdelar som följer med en sådan mer omfattande omsorgsplikt i förhållande till övriga fordringshavare ska inte återupprepas här, utan är desamma som redovisades ovan. Däremot förtjänar det att återupprepa att rättsläget är mycket osäkert.

5. Avslutande kommentarer

Förevarande artikel har behandlat frågor om jäv i samband med sådana fordringshavarmöten som genomförs i enlighet med SVPM-villkoren. Som framgår av artikeln kompletteras SVPM-villkorens kontraktuella jävsfigur av en oskriven sådan som har sin grund i allmänna associations- och kontraktsrättsliga principer om lojalitet. En konsekvens av denna jävsfigurs ursprung är att den saknar den fasthet som dess lagreglerade motsvarigheter erbjuder; något som medför att figuren närmast är att likna vid en riktlinje som parter i enkla bolagskontexter har att förhålla sig till i sina interna mellanhavanden. Figurens konturlöshet blir än mer framträdande när den ska tillämpas i en sådan ”publik personbolagskontext” som fordringshavares samverkan inom ramen för ett obligationslån ofta utspelar sig i. De många osäkerheter som kommer med figuren hindrar emellertid inte att den är en rättslig realitet. Däremot medför figurens vaghet att dess närmare innebörd i en rättstillämpningssituation kräver betydande hänsynstagande till den rättsliga kontexten. Något som annorlunda uttryckt innebär att figuren för sin tillämpning alltid fordrar en intresseavvägning mot bakgrund av omständigheterna *in casu*. Denna intresseavvägning kommer i en fordringshavarkontext under ett obligationslån innefatta komplicerade bedömningsfrågor, och därtill kräva ställningstaganden från tillämparens sida i såväl associations-, kapitalmarknads-, fordrings-, insolvens- och mötesrättsliga detalj- som principfrågor.

De nu nämnda svårigheterna gör sig särskilt gällande när det är fråga om att bedöma om en intressekonflikt hänförlig till förhållanden på fordringshavarsidan (jfr avsnitt 4 ovan) är så graverande att jäv är för handen och den utfyllande rättens jävsfigur äger tillämpning. Avsaknaden av forskning på området samt vägledande rättsfall från Högsta domstolen medför att den utfyllande rättens jävsfigur i dagsläget inte endast saknar den förutsägbarhet som kommersiella parter söker, utan också att den kommer att vara mycket svårtillämpad. Båda dessa förhållanden är exempel på sådana osäkerheter som i regel är tvistedrivande och därmed också transaktionskostnadsdrivande. Rättsläget är m.a.o. otillfredställande. Det är därför angeläget med såväl fortsatt forskning inom området som vägledande praxis från Högsta domstolen. Ett prejudikat från Högsta domstolen är dock i regel att hoppas på för mycket. Det vore därför

önskvärt om den nu pågående utredningen om behovet av lagstiftning för att stärka konkurrenskraften och stabiliteten på den svenska obligationsmarknaden tar sig an och bringar klarhet i de frågor som varit föremål för behandling i förvarande artikel.²⁰⁴ En dylik uppgift bör med lite god vilja gå att pressa in under ramarna för uppdraget, men skulle så inte vara fallet får hoppet i stället ställas till framtida lagstiftningsinitiativ på detta för kapitalmarknaden viktiga område.

²⁰⁴ Regeringskansliet, Finansdepartementet, Uppdragsbeskrivning för utredningen om stärkt konkurrenskraft och stabilitet på den svenska företagsobligationsmarknaden, 23 juni 2025.