

Remisspromemoria – Svensk Värdepappersmarknads mallvillkor för företagsobligationer

1. Bakgrund

Svensk Värdepappersmarknad (SVPM) har sedan 2013 tagit fram mallvillkor för företagsobligationer inom primärt high yield-segmentet. Arbetet med mallvillkoren har sedan starten riktats in på de icke-kommersiella delarna av villkoren i sådana obligationsemissioner. Ambitionen var redan från början att mallvillkoren, genom att utgöra en etablerad och balanserad referenspunkt, skulle bidra till en standardisering på marknaden, vilket också har blivit fallet. Mallvillkoren har sedermera uppdaterats vid två tillfällen, den senaste uppdateringen gjordes år 2019. Föreningen har därefter också tagit fram mallar för IBOR fallback-klausuler för obligationsdokumentation.

SVPM har sedan våren 2021, tillsammans med medlemmarna och efter samråd med andra intressenter enligt nedan, arbetat med att ta fram en ny, uppdaterad, version av mallvillkoren. SVPM har anlitat Mannheimer Swartling Advokatbyrå (MSA) för att bistå föreningen i uppdateringsarbetet. Som en del i arbetet har MSA gjort en genomgång av hur mallvillkoren har använts i praktiken under de senaste två åren. Genomgången omfattar ett 80-tal transaktioner, från sommaren 2019 till sensommaren 2021, som finns i Finansinspektionens prospektregister och där mallvillkoren har utgjort grunden för villkoren för det specifika obligationslånet.

Under 2021 har SVPM:s kansli också haft bilaterala möten med fler än tjugo intressenter från olika delar av marknaden, inklusive emittenter, legala rådgivare, investerare, agenter och infrastrukturbolag. Under mötena har många värdefulla synpunkter och förslag framförts och dessa har fött in i arbetet med att uppdatera mallvillkoren. Även det förslag till *Grundläggande principer för s.k. high yield-obligationer som är föremål för handel på marknadsplats i Sverige* som togs fram inom ramen för Kollegiet för svensk bolagsstyrning 2020 har, tillsammans med yttranden över förslaget och efterföljande diskussioner, tagits med som ett underlag i arbetet med att uppdatera mallvillkoren.

Innan de uppdaterade mallvillkoren färdigställs genomförs nu ett remissförfarande, där berörda intressenter är välkomna att lämna synpunkter på den föreslagna, uppdaterade versionen av mallvillkoren. Denna remisspromemoria ämnar inte gå igenom förslaget till uppdaterade mallvillkor i detalj, utan behandlar endast utvalda punkter som behöver ytterligare förklaring eller där särskild återkoppling önskas från remissinstitutet.

Förslaget till uppdaterade mallvillkor samt en jämförelseversion mot befintliga mallvillkor är bilagda denna remisspromemoria som bilaga 1 respektive bilaga 2.

Remissen är öppen för alla som vill lämna synpunkter. Svaren offentliggörs inte men är värdefulla för arbetsgruppens fortsatta arbete.

Synpunkter och eventuella frågor skickas via e-post till therese@svpm.se senast 21 februari 2022.

2. Vissa ändringar i villkoren

2.1 General undertakings

Det har uttryckts en önskan från ett flertal intressenter om att inkludera en bruttolista i mallvillkoren över vissa vanligt förekommande åtaganden. Förslaget till uppdaterade mallvillkor inkluderar därför exempelskrivningar på generella åtaganden (s.k. *general undertakings*), varav punkterna 14.1–14.10 är standardiserade åtaganden som förekommer i de flesta transaktioner medan punkterna 14.11–14.14 är mer transaktionsspecifika. Därutöver introduceras definitionerna ”*Permitted Debt*”, ”*Permitted Guarantee*” och ”*Permitted Security*”, vilka reglerar vanligt förekommande undantagssituationer där det kan vara tillåtet att uppta skuld, lämna garantier eller ställa ut säkerhet. Skrivningarna avses utgöra vägledning vid framtagandet av obligationsvillkoren, men måste anpassas utifrån omständigheterna i den enskilda transaktionen.

2.2 Incurrence och maintenance test samt compliance certificates

Det är inte ovanligt att obligationsvillkor innehåller en eller flera finansiella nyckeltal som ska uppfyllas från tid till annan (s.k. *maintenance test*) eller vid vissa specifika händelser såsom upptagande av ny skuld eller utdelning (s.k. *incurrence test*). Utfallet av dessa ska även rapporteras till agenten genom s.k. *compliance certificates*.

När finansiella nyckeltal och tester inkluderas får det bäring på ett flertal bestämmelser i villkoren. I syfte att skapa en enhetlig reglering föreslås därför att mallvillkoren inkorporerar en struktur för, och exempelskrivningar avseende, *maintenance* respektive *incurrence test*, liksom en mall för *compliance certificate*. Samtliga skrivningar är dock frivilliga och måste anpassas utifrån omständigheterna i den enskilda transaktionen.

En fråga som är av särskilt intresse att inhämta remissinstansernas åsikter avseende är tidpunkten för när ett *incurrence test* ska göras samt huruvida det aktuella förslaget (se följande stycke) är praktiskt hanterbart för emittenterna. Utgångspunkten bör vara att beräkningen ska göras så tätt in på den relevanta händelsen som möjligt. Idag förekommer dock en rad olika varianter på marknaden, varav vissa i praktiken tillåter att beräkningen för uppfyllandet av det finansiella nyckeltalet baseras på flera månader gammal information och därmed riskerar att ge en missvisande bild av emittentens finansiella ställning.

Det aktuella förslaget återfinns i punkt 13.2.2 och innebär att *incurrence test* ska göras per dagen för den relevanta händelsen, med undantag för sekundäremissioner (*tap issues*) under villkoren. I dessa fall ska testdagen istället infalla fem (5) arbetsdagar före emissionsdagen för att beakta den praktiska hanteringen hos Euroclear Sweden (emittenten ska dock även ta höjd för särskilda händelser som förväntas äga rum mellan testdagen och emissionsdagen i den mån de skulle påverka beräkningen negativt).

2.3 Bondholders' Committee

I dagsläget är det möjligt att under mallvillkoren tillsätta en obligationsinnehavarkommitté (s.k. *Bondholders' Committee*) som utses av, och representerar, samtliga obligationsinnehavare i olika frågor. Bestämmelserna kring *Bondholders' Committee* har dock inte fått något genomslag på den svenska marknaden. Detta trots att möjligheterna att etablera en sådan kommitté har framhållits av flertalet intressenter som ett viktigt instrument för

obligationsinnehavarna. En av anledningarna till att bestämmelserna ofta exkluderas kan tänkas vara att den befintliga strukturen är för komplicerad.

I förslaget till uppdaterade mallvillkor föreslås följaktligen att regleringen kring Bondholders' Committee förenklas. Härvid kan särskilt noteras att de uppdaterade mallvillkoren innehåller skrivningar avseende ansvarsbegränsningar samt möjligheten för Bondholders' Committee att erhålla ersättning från emittenten (se punkten 7.5 respektive 15.9) för arbete i samband med en Event of Default. Behovet av sådan kostnadstäckning har lyfts av ett flertal intressenter och inspiration till denna bestämmelse har hämtats från sedvanliga låneavtal som alltid innehåller en kostnadstäckning för långivaren i denna situation. Remissinstansernas synpunkter på dessa bestämmelser är av särskilt intresse.

2.4 Förtida återbetalning

Befintlig version av mallvillkoren reglerar möjligheten till förtida återbetalning med full räntekompensation (s.k. *make-whole*). Utformningen av *make whole*-bestämmelserna har dock inte återspeglats i de villkor som använts på den svenska marknaden under de senaste åren. Anledningen till detta förefaller vara att undvika osäkerheter kring tillämpligheten av att den s.k. PRIIPS-förordningen ((EU) nr 1286/2014). Mot bakgrund av detta föreslås att *make whole*-bestämmelserna (inklusive definitionen av "Applicable Premium") ersätts med en mer standardiserad "call-trappa" i punkt 10.2.1.

I mallbestämmelsen om *put option* vid ett *change of control* eller *listing failure event* (avsnitt 10.6) har stycket inom hakparenteser om att emittenten ska skicka meddelande till investerare som inte redan har påkallat möjligheten till förtida återbetalning, för att ge dem ytterligare en chans att begära förtida återbetalning, inte fått något genomslag i villkor på den svenska marknaden. Stycket har därför strukits.

2.5 Vissa erbjudanden till innehavare i samband med röstningsförfaranden

Emittenten kan under vissa förutsättningar välja att betala ut ersättning till innehavarna i samband med röstningsförfaranden. Idag förekommer framför allt följande tre typer av ersättningar på marknaden:

1. ersättning som utgår till alla investerare om förslaget går igenom (dvs. oavsett vem som röstar och hur man röstar),
2. ersättning som utgår till alla investerare som röstar inom ett visst tidigare datum (s.k. *early bird fee*), och
3. ersättning som utgår endast till de som röstar för förslaget.

Ersättning enligt punkt 2 (*early bird fees*) syftar till att ge incitament till innehavarna att delta i omröstningen och rösta tidigare än den enligt villkoren föreskrivna tidsfristen.

Ersättning enligt punkt 3 syftar istället till att få innehavarna att rösta *för* förslaget, vilket typiskt sett uppfattas som mer "aggressivt" än övriga ersättningar och därför sällan används på den svenska marknaden idag. Flera intressenter har framhållit att en sådan ersättning dessutom kan vara problematisk ur ett spelteoretiskt problem, där en utlovad ersättning kan få innehavarna att rösta för förslaget (och därmed ta del av ersättningen) om de förväntar sig att förslaget kommer att röstas igenom, även om de i annat fall tänkt rösta emot utifrån sakfrågan. Det kan även tänkas en situation där deltagande i ett återköpserbjudande villkoras av innehavarens samtycke i

ett röstningsförfarande. Ett sådant erbjudande innebär i praktiken att beslutet fattas av innehavare som inte kommer att bära konsekvenserna av detsamma, medan kvarvarande innehavare riskerar att bli inlåsta med de nya villkoren utan något rätt till förtida återbetalning.

Mot bakgrund av ovan föreslås i punkt 17.4.10 respektive 17.4.11 skrivningar om att (i) ersättning enligt punkt 2 (*early bird fees*) tillåts förutsatt att svarsperioden inte understiger tio (10) arbetsdagar (detta i syfte att säkerställa att även underliggande ägare till förvaltarregistrerade obligationer hinner rösta) och (ii) att det inkluderas ett förbud mot ersättning enligt punkt 3 samt erbjudanden om att delta i ett återköpserbjudande som villkoras av att innehavaren samtycker till röstningsförfarandet. Remissinstansernas synpunkter på dessa bestämmelser är av särskilt intresse.

Ersättning enligt punkt 1 regleras inte särskilt i mallvillkoren och är därmed fortsatt möjlig att lämna.

2.6 Informationsgivning från emittenten

Emittenten är skyldig att offentliggöra viss information enligt mallvillkoren genom ett pressmeddelande och/eller genom att lämna informationen på dess hemsida. Därutöver har emittenter vars finansiella instrument är listade på en handelsplats en skyldighet att offentliggöra insiderinformation i enlighet med EU:s marknadsmissbruksförordning ((EU) nr 596/2014) ("MAR") och handelsplatsens regelverk.

Vilken information som emittenten ska tillhandahålla marknaden för att efterleva MAR är en fråga som måste bedömas av emittenten själv (vid behov med stöd av sin legala rådgivare) och bör hållas isär från emittentens kontraktuella informationsskyldigheter i obligationsvillkoren. Någon ytterligare reglering i mallvillkoren avseende MAR föreslås därför inte.

För mallvillkoren är det således främst investerarnas önskemål om information som är av intresse. I arbetet med uppdateringen av mallvillkoren har avsikten varit att uppnå en balans mellan investerarsidans möjlighet till utförlig och snabbt tillgänglig information och den administrativa börda som detta medför för emittenten.

Det kan särskilt noteras att mallvillkoren innehåller en bestämmelse om att emittenten, så snart det är praktiskt möjligt efter förvärv eller återköp av obligationer, ska tillhandahålla information om emittentens och koncernbolags egna innehav samt värdet av makulerade obligationer. Information om antalet utestående obligationer kan vara av stort värde för investerare, i synnerhet i den mån deras investeringspolicy sätter begränsningar på den procentuella storleken av deras eget innehav i emittentens finansiella instrument. Från emittentens håll kan det å andra sidan vara betungande att behöva offentliggöra informationen via ett pressmeddelande. För att hitta en lämplig balans föreslås därför att informationen endast behöver publiceras på hemsidan (se punkt 17.4.15).

2.7 Informationsgivning från agenten

Det har under arbetets gång framförts önskemål om en övergång från fysiska utskick till en mer digitaliserad process. En sådan övergång, om än önskvärd, har dock bedömts vara prematur till dess att en större förändring görs av underliggande system och strukturer. Däremot föreslås i punkten 24.1.3 att agenten ska kunna begränsa innehållen i de fysiska utskicken till den mest väsentliga informationen för att innehavaren ska kunna utöva sina rättigheter, tillsammans med hänvisning till var ytterligare information kommer att hållas tillgänglig. På samma tema föreslås att kravet i punkten 17.4.15 om att skriftligen meddela respektive innehavare om resultat i ett

röstningsfarande tas bort. En hänvisning till var ytterligare information kommer att hållas tillgänglig ska istället inkluderas i kallelsen (se punkten 17.2.2(j) respektive 17.3.2(h)).

2.8 Kostnadstäckning för rådgivare anlitade av agenten

Enligt punkten 18.1.1 finns en möjlighet att med agentens godkännande i vissa fall ändra villkoren utan ett formellt röstningsförfarande. Detta ställer dock höga krav på agenten att avgöra huruvida förutsättningarna för detta är uppfyllt och i många fall är agenterna obenägna att fatta sådana beslut själva. För att möjliggöra sådana förfaranden föreskrivs därför explicit i punkten 18.2 att agenten ska ha rätt till att anlita externa legala rådgivare på emittentens bekostnad. En sådan riskfördelning torde vara den mest rimliga, givet att det ligger i emittentens intresse att undvika ett formellt röstningsförfarande.

2.9 Generella uppdateringar

I tillägg till ovan diskuterade frågor innehåller förslaget till uppdaterade mallvillkor vissa andra förändringar. Av dessa kan bland annat nämnas:

- ett byte från ”Notes” till ”Bonds”, vilket bedöms bättre spegla den översättning som används på den svenska marknaden,
- uppdaterade räntedefinitioner, och
- vissa formatändringar i syfte att förbättra läsbarheten (såsom användning av punktlistor samt att conditions precedent lyfts ut i en bilaga).

3. Särskilda diskussionsfrågor

3.1 Kvorumkrav

För att hitta en lämplig kvorumnivå krävs att en avvägning görs mellan investerarnas intresse av att kunna få en ”andra chans” att delta i röstningsförfaranden i samband med särskilt viktiga frågor och emittentens intresse av en effektiv beslutsprocess. En sådan intresseavvägning gjordes redan i samband med upprättandet av mallvillkoren, då föreningen efter dialog med relevanta intressenter och efter specifikt önskemål från investerare landade i befintligt kvorumkrav.

I de befintliga mallvillkoren föreskrivs att ärenden som kräver kvalificerad majoritet även kräver att innehavare till minst femtio (50) procent av det justerade nominella beloppet (s.k. *Adjusted Nominal Amount*) (dvs. det totala nominala beloppet minus obligationer som innehas av emittenten eller, i tillämpliga fall, dess s.k. affiliates) deltar i röstningsförfarandet för att beslutet ska röstas igenom. I övriga fall krävs endast deltagande från minst tjugo (20) procent av det justerade totala beloppet. Syftet med regleringen är att säkerställa att vissa särskilt viktiga beslut inte fattas av en minoritet av obligationsinnehavarna.

Mot bakgrund av ovan har det inte föreslagits några justeringar av kvorumkravet i denna uppdatering av mallvillkoren. Det har dock noterats att det förekommer avsteg från detta på marknaden, främst innebärande att det lägre kvorumkravet tillämpas för samtliga beslut. Det är därför av särskilt intresse att inhämta remissinstansernas syn på är huruvida kvorumkravet i punkt 17.4.5 bör ses över.

3.2 Gröna/hållbarhetslänkade obligationer

Diskussion har förts kring huruvida mallvillkoren bör innehålla exempelskrivningar avseende gröna och hållbarhetslänkade obligationer. Det har dock inte gått att fastställa någon konsensus på marknaden avseende detta och det har därför beslutats att inte inkorporera dessa i denna version av mallvillkoren. Frågan bör dock övervägas på nytt i framtiden, när t.ex. EU:s arbete med taxonomin och reglering av gröna obligationer är längre framskridet.

3.3 Likabehandling

En ytterligare fråga som har diskuterats är huruvida åtgärder behövs för att säkerställa likabehandling mellan investerare. Att en emittent ska se till att alla investerare i skuldebrev som har getts ut samtidigt och på samma villkor behandlas lika när det gäller de rättigheter som är knutna till skuldebreven framgår direkt i lag och är någonting som har beaktats under processens gång, exempelvis i samband med de uppdateringar som har gjorts avseende ersättningar (se punkt 2.5 ovan).

Det kan dock noteras att den konkreta tillämpningen av principen om likabehandling i stor utsträckning beror på omständigheterna i det enskilda fallet och att den ställs på sin spets framför allt i stressade eller komplicerade situationer (t.ex. i samband med ett rekonstruktionsförfarande) där frågorna är komplexa och avvägningen mellan de olika aspekterna är svår. Så vitt föreningen känner till finns ännu inte omfattande domstolspraxis eller doktrin på området och det går inte heller nödvändigtvis att dra paralleller till den likabehandlingsprincip som gäller för aktier.

För att ytterligare utreda frågan om likabehandling på den svenska obligationsmarknaden, liksom dess påverkan på mallvillkoren, ser föreningen att det vore bra med ytterligare forskning på området.

3.4 Rapportering av avvikelser från mallvillkoren

Från investerarhåll har det lyfts en fråga om det är möjligt att utveckla ett standardformat för rapportering av eventuella avvikelser från mallvillkoren, att distribueras som en del av investerarmaterialet i tillägg till exempelvis ett *term sheet*. Det har inte framkommit exakt vad som avses inkluderas i ett sådant dokument men uppfattningen är att intresset kommer från ett kommersiellt perspektiv och att önskemålet handlar om att beskriva avvikelser från ”marknadsstandarden”, snarare än avvikelser från de mer tekniska delarna av mallvillkoren. En sådan lösning har diskuterats i arbetsgruppen men har ansetts svårt att tillämpa för arrangörerna, framför allt mot bakgrund av att varje transaktion baseras på olika omständigheter och förutsättningar.

Föreningen välkomnar mer specifik input från investerarna kring vilka avvikelser som de ser framför sig bör dokumenteras.