

Remisspromemoria – Svensk Värdepappersmarknads rekommendation om due diligence på den svenska obligationsmarknaden

Föreningen Svensk Värdepappersmarknad (Svensk Värdepappersmarknad) har uppmärksammat att det finns behov av och önskemål om att det i större utsträckning genomförs due diligence vid primärmarknadstransaktioner på den svenska obligationsmarknaden, samt att det vore önskvärt med en ökad harmonisering av sådan due diligence. Svensk Värdepappersmarknad har därför tagit fram förslag till en rekommendation om due diligence vid publika emissioner på den svenska obligationsmarknaden. Förhoppningen är att en sådan rekommendation både kommer förbättra och harmonisera investerarnas tillgång till information, samt bidra till att upprätthålla en öppenhet på marknaden, vilket skulle stärka skyddet för investerare, emittenter och arrangörer. Due diligence vid primärmarknadstransaktioner är redan marknadspraxis på EUR-marknaden och att vidga användningen av det på SEK-marknaden skulle därmed öka harmoniseringen mellan de två marknaderna.

Svensk Värdepappersmarknad välkomnar synpunkter på förslaget till rekommendation.

Om Svensk Värdepappersmarknad

Svensk Värdepappersmarknad är en branschorganisation för värdepappersinstitut och svenska filialer till utländska värdepappersföretag som bedriver värdepappersrörelse i Sverige. Föreningen har som övergripande mission att verka för en hållbar och konkurrenskraftig svensk värdepappersmarknad.

Föreningens uppdrag är att tillvarata medlemmarnas gemensamma intressen, t.ex. genom att lämna synpunkter till lagstiftare och myndigheter vid framtagande av nya regelverk på värdepappersområdet och genom att ha en löpande dialog med aktörer inom infrastrukturen såsom handelsplatser och värdepapperscentraler. I syfte att bidra till en effektiv värdepappersmarknad har föreningen även tagit fram diverse självreglering i form av standardavtal och rekommendationer, vilka finns tillgängliga på föreningens hemsida. Föreningens självreglering är inte bindande men får, genom en bred efterlevnad, ofta status som branschpraxis.

Bakgrund

En utgångspunkt vid försäljning av finansiella instrument på kapitalmarknaden är att potentiella investerare ska ha tillgång till information som kan ha relevans för deras investeringsbeslut. Informationen ska vara rättvisande och tydlig och ge dem rimliga möjligheter att förstå de finansiella instrumenten samt vilka risker som är förknippade med dem.¹

Vid primärmarknadstransaktioner på obligationsmarknaden har emittenter redan idag krav på sig att offentliggöra relevant information genom särskilda regler (t.ex. MiFID-regelverket och marknadsmissbruksförordningen) och informationsgivning kan ske i olika format (t.ex. i form av pressmeddelande, prospekt eller finansiella rapporter). Det kan dock finnas viktig information med relevans för investerares beslut, som inte fångas i tillräcklig utsträckning av de krav som idag ställs på emittenten kring offentliggörande av information. I sådana fall kan det finnas behov av att ytterligare undersökningar genomförs (s.k. *due diligence*), för att emittenten en extra gång ska reflektera över och ta ställning till om något som skulle kunna vara av relevans för ett investeringsbeslut, och som investerarna därför bör få information om, har inträffat. Om emittenten, i samband med en emission, ges tillfälle att uppdatera arrangören (och i förlängningen investerarna) på den senaste utvecklingen i sin verksamhet och på eventuell ny information som en investerare behöver känna till för att fatta ett välgrundat investeringsbeslut, ger det ett extra skydd för investerare, emittenter och arrangörer. Att vidga användandet av *due diligence* på den svenska obligationsmarknaden skulle inte medföra att ytterligare dokument behöver tas fram och göras tillgängliga för marknaden vid en obligationsemission, utan skulle istället ha som syfte att säkerställa kvaliteten i den idag redan existerande dokumentationen.

Vid emission av publika obligationer denominerade i euro (EUR-marknaden) görs i princip alltid en *due diligence*. Att införa en självreglering avseende *due diligence* för publika obligationsemissioner denominerad i svenska kronor (SEK-marknaden) skulle göra att motsvarande nivå av skydd som idag finns för investerarna i EUR-marknaden även kommer investerare på SEK-marknaden till del. Det skulle också medföra en harmonisering mellan de båda marknaderna, vilket är önskvärt, eftersom det är svårt att motivera skillnaderna i hantering både för investerare och emittenter som är verksamma på båda marknaderna.

Införandet av en rekommendation om *due diligence* för publika obligationsemissioner skulle bidra till att höja informationsnivån ytterligare och därigenom stärka skyddet för framförallt investerare, men också

¹ Se Lag om Värdepappersmarknaden 9 kap. 14 §

för emittenter och arrangörer, och härigenom upprätthålla en öppenhet på den svenska obligationsmarknaden. Svensk Värdepappersmarknad har därför tagit fram förslag till en rekommendation om due diligence för publika obligationsemissioner denominerade i SEK (se **Svensk Värdepappersmarknads Rekommendation om due diligence på den svenska obligationsmarknaden**).

Due diligence vid obligationsemissioner på SEK-marknaden

Due diligence i samband med obligationsemissioner innebär att emittenten får ytterligare ett tillfälle att lämna sådan information som kan vara relevant för de inblandade parterna till arrangören och eventuella legala rådgivare. Informationen kan lämnas i olika format, exempelvis skriftligen eller genom inspelat samtal där emittentens företrädare går igenom och svarar på frågor utifrån en, för emissionen särskilt framtagen, frågelista (s.k. *due diligence questionnaire*). I dagsläget utförs due diligens på den svenska obligationsmarknaden främst i samband med obligationsemissioner inom high yield-segmentet. I sådana processer är, som regel, en extern legal rådgivare inblandad och är vanligtvis den som tar fram frågelistan, i samråd med emittenten och arrangören. I denna process bidrar arrangören vanligtvis med sin erfarenhet av vad som kan antas vara relevant utifrån tillgänglig marknadsinformation. Utgångspunkten är att emittenten bär ansvaret för att svaren på frågorna är korrekta, och det krävs vanligtvis att personer i relevanta roller inom emittentens organisation involveras när svaren tas fram. Om det inte finns särskilda skäl därtill, vidtar varken den legala rådgivaren eller arrangören någon verifiering av emittentens svar, men de ges tillfälle att efterfråga ytterligare information, om något svar inte anses tillfredställande.

Syftet med denna rekommendation är att vidga användandet av due diligence på den svenska kapitalmarknaden, så att utgångspunkten blir att en due diligence ska genomföras vid samtliga publika obligationsemissioner. Det innebär att due diligence även ska utföras när legal rådgivare saknas i processen. I de fallen kommer arrangörerna för emissionen som regel ta fram frågelistan gemensamt. Vilken omfattning en due diligence bör ha, dvs. vilken typ av och vilka frågor, som är lämpliga att ställa kan variera från transaktion till transaktion beroende på, bland annat, (i) typ av emittent, (ii) typ av värdepapper, (iii) transaktionens storlek och komplexitet, (iv) annan relevant information tillgänglig för marknaden (t.ex. befintligt prospekt), och (v) omfattning och relevans av eventuell tidigare utförd due diligence avseende samma emittent.

Den information som inhämtas från en due diligence kan exempelvis påverka utformningen av marknadsföringsmaterial (t.ex. investerarpresentation), eventuellt prospekt, tilläggsprospekt och slutliga villkor (inkl. riskfaktorer), samt utgöra underlag för arrangörens bedömning av sannolikheten för att

transaktionen ska lyckas uppnå avsedda villkor. Att emittenten delar informationen är också en förutsättning för arrangörens uppdrag att marknadsföra och sälja obligationerna.

Due diligence vid obligationsemissioner på EUR-marknaden

Vid emission av publika obligationer denominerade i euro (EUR-marknaden) görs i princip alltid en due diligence, vilken genomförs inför transaktionen genom att emittenten får svara på frågor utifrån en lista som tagits fram tillsammans med arrangören/arrangörerna. Frågorna anpassas till den specifika transaktionen och emittenten, varför både omfattningen på frågelistan och vilka specifika frågor som ställs varierar. När frågorna tas fram utgår man ofta från tidigare frågelistor från programuppdateringar och/eller transaktioner med samma (eller liknande) emittenter.

Due diligence i EUR-marknaden äger rum innan arrangörernas uppdrag annonseras publikt (s.k. *mandatannonsering*). Omfattningen av frågorna kan påverkas av exempelvis emittentens verksamhet och kreditvärdighet, hur lång tid det har gått sedan den senaste programuppdateringen (om emissionen görs under ett upplåningsprogram) och senaste due diligence, samt emissionens storlek och komplexitet. Due diligence-frågorna ställs muntligen under ett samtal som hålls nära inpå mandatannonseringen, ofta görs detta en eller två dagar innan. I samband med annonseringen brukar emittenten också få bekräfta att det inte har skett någon förändring som påverkar svaren på frågorna sedan samtalet. En sådan bekräftelse lämnas genom att svara på en kortare lista med bekräftande frågor (s.k. *bring-down call*).

Vid obligationsemissioner i EUR som inte riktar sig till allmänheten, dvs. där obligationerna säljs direkt till viss(a) investerare (s.k. *private placements*) utför man vanligtvis inte någon due diligence. Sådana transaktioner är i större utsträckning drivna av investeraren, vilket anses minska behovet av investerarskydd. Det kan även förekomma utbyte av information direkt mellan emittenten och investeraren i högre grad, vilket också minskar behovet av en due diligence.

Angående remissförfarandet

Svensk Värdepappersmarknad välkomnar synpunkter på den föreslagna rekommendationen. Remissen är öppen för alla som vill kommentera på förslaget. Svaren offentliggörs inte men är värdefulla för arbetsgruppens fortsatta arbete.

Synpunkter och eventuella frågor skickas via e-post till fredrik@svpm.se senast 18 oktober 2024.

Den färdigställda rekommendationen kommer publiceras på Svensk Värdepappersmarknads hemsida.