

Erhvervsobligationer

– en oversigt

1. Introduktion

Danske (ikke finansielle) virksomheder har traditionelt set alene i meget begrænset omfang finansieret sig ved udstedelse af obligationer. Finanskrisen, og det deraf følgende pres på mange banker for at reducere udlån, har imidlertid gjort det naturligt at overveje, om ikke virksomheders udstedelse af obligationer også i Danmark ville være et nyttigt supplement blandt finansieringskilderne.

Regeringen nedsatte på denne baggrund med kommissorium af 13. december 2011 et udvalg om erhvervsobligationer som finansieringskilde for små og mellemstore virksomheder. Mens udvalgsarbejdet pågik, fjernede Finanstilsynet ved sin vejledende udtalelse af 4. juli 2012 en regulatorisk hindring for (ikke finansielle) virksomheders udstedelser af erhvervsobligationer.¹

Udvalget afgav herefter i november 2012 rapport ("Udvalgsrapporten").² Udvalgsrapporten beskæftigede sig med to separate emner: (1) enkeltvirksomheders mulighed for at udstede erhvervsobligationer og (2) muligheden for at udstede obligationer på baggrund af en pulje af lån til små og mellemstore virksomheder, såkaldt sekuritisering. Sidstnævnte emne, og de dermed forbundne juridiske problemer, fik mest opmærksomhed i forbindelse med offentliggørelse af rapporten.

Kort efter offentliggørelsen af Udvalgsrapporten udstedte Danish Crown imidlertid for DKK 750 millioner obligationer af den type, som udvalget havde drøftet i relation til enkeltvirksomheders muligheder som udstedere. Obligationen blev efterfølgende optaget til handel på den alternative markedsplads, First North Bond Market, som NASDAQ OMX åbnede for obligationer i Danmark og Sverige den 7. december 2012. Senest har AMBU den 8. marts 2013 udstedt obligationer for DKK 700,5 millioner, som skal optages til handel på NASDAQ OMX Copenhagen A/S inden årets udgang.

Formålet med denne artikel er på denne baggrund at give en oversigt over muligheder og proces i forbindelse med enkeltvirksomheders udstedelse af obligationer, der underlægges danske ret og optages til handel på danske markedspladser.



FIGUR 1 – UDVALGTE DANSKE VIRKSOMHEDERS UDSTEDELSER AF ERHVERVS OblIGATIONER

	Beløb	Løbetid	Notering	Rente	Rating	Sikkerhed	Lovvalg
TDC 2012 (EMTN)	EUR 500m	2022	Luxembourg	3,75%	Fitch:BBB S&P:BBB Moody's:Baa2	Nej	Engelsk Ret
Welltec 2012	USD 325m	2019	Luxembourg	8%	S&P: BB- Moody's: B1	Ja	New York Ret
Dong 2012 (EMTN)	EUR 750m	2022	London	2,625%	S&P: A+ Moody's: Baa1	Nej	Engelsk Ret
DFDS 2012	NOK 500m	2016	Oslo	3M NIBOR + 3,50%	Nej	Nej	Norsk Ret
Vestas 2010	EUR 600m	2015	Luxembourg	4,625%	Nej	Nej	Engelsk Ret

Kilde: De forskellige prospekter og information på børserne

2. Den danske historik

En række af de største danske virksomheder såsom Carlsberg, AP Møller Mærsk, DONG Energy, TDC og ISS havde også forud for Finanstilsynets vejledende udtalelse af 4. juli 2012 i en årrække udstedt obligationer. Kendetegnende for disse udstedelser er, at de er af en sådan størrelse, at de kan tiltrække internationale investorer, og at omkostningerne ved at gennemføre internationale udstedelser kan retfærdiggøres. Investeringsbankerne har således rådgivet om, at denne type af udstedelser som tommelfingerregel kræver, at der som minimum rejses ca. EUR 300-500 millioner. Visse af disse (blandt andre DONG Energy og TDC) er gennemført ved brug af EMTN (Euro Medium Term Note) programmer, hvor udsteder registrerer et basisprospekt. Basisprospektet kan i 12 måneder bruges som baggrund for flere udstedelser i henhold til obligationsbetingelser, som ikke skal godkendes af myndighederne, såfremt disse betingelser kan indeholdes i de standardbetingelser, som er beskrevet i basisprospektet. Da Finanstilsynets fortolkning af reglerne forud for udtalelsen af 4. juli 2012 i praksis indebar, at udsteder som oftest skulle have tilladelse som pengeinstitut eller sparevirksomhed, såfremt obligationer udgjorde mere end ca. 25 % af balancen, var muligheden for at gennemføre obligationsudstedelser reelt forbeholdt de største virksomheder.

Visse virksomheder havde endvidere udnyttet muligheden for at udstede obligationer med optagelse til handel på Oslo Børs. Denne mulighed har været nærliggende for især shipping- og off shore-virk-

somheder og er udnyttet af blandt andre rederierne J. Lauritzen (2010 og 2012) og DFDS (2012 og 2013). Derudover har enkelte virksomheder gennemført udstedelser rettet mod amerikanske institutionelle investorer i henhold til Rule 144A³ (Welltec, 2012).⁴

Figur 1 ovenfor viser et udsnit af de nævnte typer af udstedelser.



Af advokat (L) MBA, Christoffer Galbo og advokatfuldmægtig Ted Rosenbaum, Moalem Weitemeyer Bendtsen Advokatpartnerselskab

Obligationsvilkårene bør indeholde bestemmelser om, hvordan obligationsejerne skal forholde sig, såfremt der bliver behov for at håndhæve og genforhandle obligationsvilkårene. Det kan her være praktisk at aftale vilkår, hvorefter obligationsejerne kan træffe beslutninger med virkning for alle på obligationsejermøder, der enten afholdes som fysiske møder eller efter en skriftlig procedure.

Ingen af udstedelserne er denomineret i danske kroner, undergivet dansk ret for så vidt angår obligationsvilkår, eller optaget til handel på danske markedsplasser.⁵

De i henholdsvis november 2012 og marts 2013 af Danish Crown og AMBU udstedte obligationer adskiller sig fra hidtidige udstedelser af danske virksomheder ved at være denomineret i danske kroner, ved at obligationsvilkårene er underlagt dansk ret og ved at være henholdsvis blive optaget til handel på en dansk markedsplass.

I Sverige er der i de senere år gennemført talrige udstedelser af obligationer denomineret i svenske kroner, med obligationsvilkår underlagt svensk ret og optaget til handel på NASDAQ OMX Stockholm.⁶ Udstedere omfatter større børsnoterede svenske industri- virksomheder som for eksempel Sandvik, men også mellemstore børsnoterede virksomheder som for eksempel Swedish Orphan Biovitrum (SEK 800 millioner, 2012 og 2013) og mindre privatejede virksomheder som for eksempel Kährs (SEK 750 millioner, 2012). Grundpillerne i den svenske juridiske infrastruktur, den nordiske tradition og EU-regulering minder om den danske. Uanset den svenske industristruktur afviger fra den danske ved en større andel store virksomheder, synes den svenske udvikling at indikere, at flere danske virksomheder kunne følge i Danish Crowns og AMBUs spor og gennemføre udstedelser underlagt danske regler og optaget til handel på danske markedsplasser.

3. Den juridiske ramme

Selskabets bestyrelse træffer beslutning om at udstede obligationer. Udstederen skal i den forbindelse især forholde sig til regulatoriske spørgsmål, spørgsmål i relation til obligationsvilkårene, herunder hvorvidt der skal være en agent, og spørgsmål i relation til en eventuel børsnotering af obligationerne.

Regulatoriske spørgsmål (FIL)

Finanstilsynet fortolkede forud for den 4. juli 2012 Lov om finansiel virksomhed⁷ ("FIL") § 7, stk. 1, og stk. 3, 3. pkt. således, at udstedere af erhvervsobligationer skulle have tilladelse som pengeinstitut, såfremt følgende betingelser var opfyldt: 1) Virksomheden skulle modtage indlån eller andre midler, der skal tilbagebetales, 2) Midlerne skulle modtages fra offentligheden, 3) Virksomheden skulle yde lån for egen regning, og 4) Modtagelsen af andre midler eller udlånsvirksomheden skulle udgøre en væsentlig del af virksomhedens drift.

Såfremt betingelse 1), 2) og 4) var opfyldt, men virksomheden ikke ydede lån for egen regning (betingelse 3)), for eksempel fordi obligationer udstedtes direkte af driftsselskabet, ville udsteder skulle have tilladelse som sparevirksomhed, jf. FIL § 334.

Provenu fra obligationer anses på baggrund af lovbemærkningerne at udgøre "andre midler, der skal tilbagebetales", jf. betingelse 1).

Grænsen for hvornår der var tale om en "væsentlig del", jf. betingelse 4), vurderedes konkret, men blev ofte draget ved ca. 25 % af balancen. Potentielle udstedelser risikerede således – bortset fra i tilfælde, hvor investorerne var en lukket privat kreds – at indebære en for udstederen lidet ønskelig og kompliceret drøftelse med Finanstilsynet, hvis udfald var usikkert.

Den 4. juli 2012 offentliggjorde Finanstilsynet en ny vejledende udtalelse om forståelsen af § 7, stk. 1 og stk. 3, 3. pkt. og § 334 i Lov om finansiel virksomhed. Udtalelsen, som havde været forelagt Det Finansielle Virksomhedsråd (nu Det Finansielle Råd), indebar en lempelse af kravene til udstedere af erhvervsobligationer, idet udstedere herefter i færre tilfælde vil skulle have tilladelse i henhold til Lov om finansiel virksomhed.

Den i udtalelsen anførte baggrund herfor var, at Finanstilsynet ønskede at tilpasse dansk praksis praksis i andre EU-lande og dermed øge virksomheders adgang til at benytte erhvervsobligationer som finansieringskilde.

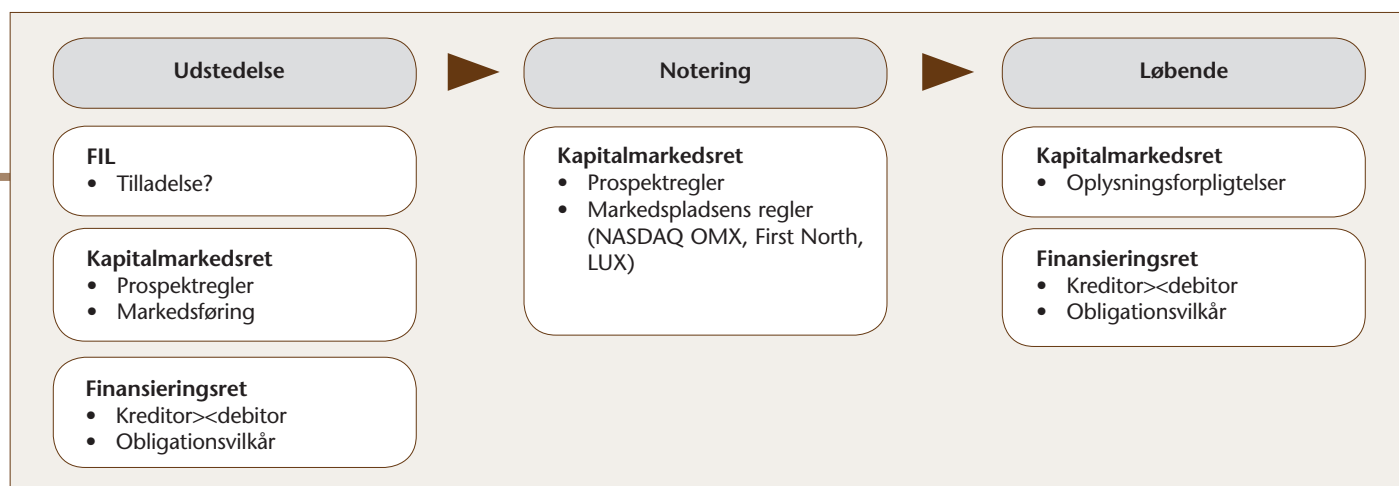
Finanstilsynets juridiske hovedargument bag den ændrede fortolkning, som støttedes på kreditinstitutdirektivets⁸ artikel 5, stk. 2, var, at de hensyn, som hidtil var søgt varetaget gennem Lov om finansiel virksomhed – nemlig hensynene til beskyttelse af indskydere/investorer – blev varetaget af prospektreglernes krav til information af investorer og i øvrigt af MiFID-reglerne⁹ om investorbeskyttelse. Finanstilsynet fandt på denne baggrund, at udstedelse af erhvervsobligationer, der er omfattet af pligten til at offentliggøre og udstede prospekt i henhold til Lov om værdipapirhandel¹⁰, som *udgangspunkt* ikke anses for omfattet af reguleringen i FIL §§ 7 og 334. Udtalelsen strakte imidlertid ræsonnementet vidt for så vidt som undtagelsen fra Lov om finansiel virksomheds krav om tilladelse ikke blot gjaldt tilfælde, hvor en udstedelse indebærer prospektpligt, men også tilfælde, hvor prospektreglerne undtager fra prospektpligt.

Det følger af Lov om værdipapirhandel §§ 23, stk. 1 og 24, stk. 1, at udstedere af værdipapirer ikke må foretage udbud til offentligheden eller foranledige værdipapirerne optaget til handel på et reguleret marked, førend et prospekt er offentliggjort og godkendt.

Bekendtgørelse nr. 643 af 19. juni 2012 om prospekter for værdipapirer, der optages til handel på et reguleret marked, og ved offentlige udbud af værdipapirer over EUR 5.000.000 ("Prospektbekendtgørelsen")¹¹ indeholder imidlertid en række undtagelser til prospektpligten. 1) Undtagelserne omfatter især udbud 1) til kvalificerede investorer, 2) til færre end 150 fysiske eller juridiske personer pr. land, 3) hvor hver investor skal investere mindst EUR 100.000, eller 4) hvor den pålydende værdi pr. værdipapir er mindst EUR 100.000.

Ifølge Finanstilsynets udtalelse af 4. juli 2012 vil investorerne i de situationer, som undtagelserne dækker, som udgangspunkt blive anset for at være professionelle investorer. Dette begrundes fritagelsen fra prospektpligt, og Finanstilsynet finder, at der af samme grund ikke vil være tale om "modtagelse af midler fra offentligheden", jf. FIL § 7,

FIGUR 2 – DEN JURIDISKE RAMME



FIGUR 3 – FINANSTILSYNETS UDTALELSE AF 4. JULI 2012



stk. 3, medmindre udsteder er bekendt med, at erhvervsen sker med henblik på videresalg til ikke-professionelle investorer.

Dette indebærer, at udstedere kan strukturere en udstedelse af erhvervsobligationer således, at der i forbindelse med selve udbuddet hverken vil være spørgsmål om pengeinstitutstilladelse eller om prospektpligt, for eksempel ved at have en styk størrelse på mindst EUR 100.000.

Finanstilsynet skriver imidlertid også i sin udtalelse¹², at "[h]vis udsteders hensigt (umiddelbart eller efterfølgende) er notering af erhvervsobligationerne på et reguleret eller ikke-reguleret marked (selvstændigt eller i forståelse med den umiddelbare erhverver), anser Finanstilsynet det som et stærkt indicium på, at der sker henvendelse til offentligheden. Dette gælder bl.a. notering på NASDAQ OMX Copenhagen A/S eller en OTF eller en multilateral handelsfacilitet som Luxembourg Euro MTF eller..."

Rækkevidden af denne modifikation er desværre uklar, hvad enten den efterfølgende optagelse til handel sker på et reguleret eller et ikke reguleret marked. Såfremt obligationerne optages til handel på et reguleret marked, vil der skulle udarbejdes et prospekt i henhold til Prospektbekendtgørelsen. Et sådant prospekt udarbejdet i forbindelse med selve udstedelsen ansås af Finanstilsynet, jf. ovenfor, for i sig selv som udgangspunkt at indebære, at hensynene efter Lov om

finansiell virksomhed var iagttaget med den virkning, at spørgsmålet om pengeinstitutstilladelse som udgangspunkt ikke er relevant. Det ville derfor være nærliggende, om spørgsmålet om pengeinstitutstilladelse forblev irrelevant uanset noteringen, særlig hvor hver investor skal investere ca. EUR 100.000, eller hvor den pålydende værdi er min. EUR 100.000. Det samme bør gælde, hvor det ved optagelse til handel på et ikke-reguleret marked udarbejdes et prospekt i henhold til Prospektbekendtgørelsen. Og uanset der ved optagelse til handel ikke udarbejdes et egentligt prospekt, idet der for eksempel i forbindelse med notering på First North Bond Market blot udarbejdes en virksomhedsbeskrivelse, jf. nedenfor om optagelse til handel, ville det være nærliggende, om selve optagelsen til handel ikke gjorde nogen forskel i forhold til spørgsmålet om pengeinstitutstilladelse, hvor der er tale om investeringer af en størrelse, som præsumptivt er forbeholdt professionelle investorer.

Konsekvensen af de forskellige forbehold i Finanstilsynets udtalelse er dog, at en udsteder meget tidligt i processen bør forelægge den påtænkte struktur for Finanstilsynet med henblik på at sikre, at Finanstilsynet er enig i, at strukturen ikke indebærer spørgsmål om pengeinstitutstilladelse. Det vil så forhåbentlig vise sig, at forbeholdet skal ses som udtryk for, at Finanstilsynet blot vil have "hånd i hank" med udviklingen.

Det vil ofte være et krav fra investorer, at obligationerne optages til handel på en markedsplads. Dette skyldes primært investeringsmandater og placeringsregler, mens likviditet og prissætning ikke har samme vægt som for aktier.

FIGUR 4 – TYPISKE FORSKELLE MELLEM BANKLÅN OG ERHVERVSobligationer

Egenskab	Banklån	Erhvervsobligationer
Løbetid	1-3 år	Normalt 1-7 år
Rente	Variabel rente	Ofte fast årlig rente
Sikkerhed	Ja	Typisk nej
Covenants	Stærke	Svagere, afhængig af udsteder
Position i kapitalstrukturen	Senior	Over aktiekapital
Offentlig videregivelse af information	Nej	Ja (afhængig af notering)
Dokumentation	Låneaftale	Obligationsvilkår + evt. prospekt/virksomhedsbeskrivelse
Omsættelige	Svært	Ja

Forholdet mellem udsteder og investor

Forholdet mellem udsteder og investor reguleres i de for obligationen gældende obligationsvilkår. Der er som udgangspunkt aftalefrihed ved fastsættelsen af disse, men såfremt obligationerne skal optages til handel, skal de være frit omsættelige. Der findes ikke endnu en markedsstandard for virksomhedsobligationer på det danske marked, men med tiden vil en sådan blive udviklet svarende til, hvad der kendes fra internationale markeder.

Den indledende markedsføring i forbindelse med en obligationsudstedelse vil ofte ske på baggrund af et "Term Sheet", som i løbet af processen færdigforhandles med ledende investorer. Obligationsvilkårene vil som oftest være væsentligt mere kortfattede end de låneaftaler, som ville skulle forhandles for lån af tilsvarende størrelse. Løbetid vil typisk være længere, og kreditor vil, bortset fra i misligholdelsestilfælde eller i tilfælde af et skifte i kontrollen med udsteder, ikke kunne opsige lånet forud for udløb. Endvidere vil obligationsvilkårene indeholde færre begrænsninger på udsteders drift og krav til nøgletal ("covenants") end bankfinansiering.¹³ Disse forhold anses for at være væsentlige fordele ved at udstede obligationer. Vilkårenes nærmere indhold afstemmes dog ved forhandling mellem udsteder og ledende investorer og vil afhænge af en række faktorer. Der er således intet til hinder for, at obligationsvilkårene indeholder stramme covenants, eller for at udsteder stiller sikkerhed for gælden i henhold til obligationerne. En senere erhverver af en obligation vil blive bundet af de for obligationen gældende vilkår. Figur 4 indeholder en oversigt over typiske fordele og ulemper ved finansiering ved hjælp af henholdsvis banklån og obligationsudstedelser.

Obligationsvilkårene bør indeholde bestemmelser om, hvordan obligationsejerne skal forholde sig, såfremt der bliver behov for at hånd-

hæve og genforhandle obligationsvilkårene. Det kan her være praktisk at aftale vilkår, hvorefter obligationsejerne kan træffe beslutninger med virkning for alle på obligationsejermøder, der enten afholdes som fysiske møder eller efter en skriftlig procedure. Indkaldelse, afholdelse og beslutningsregler kan konstrueres med udgangspunkt i Selskabslovens regler således, at der er quorum krav, og at beslutninger som udgangspunkt træffes med simpelt flertal, mens for obligationsejerne mere væsentlige beslutninger kræver kvalificeret majoritet. Ændringer af obligationsvilkårene kræver derudover udsteders accept.

Agent

Obligationsvilkårene kan endvidere, med henblik på at koordinere varetagelsen af kreditorinteresser, indeholde vilkår om, at en agent eller trustee bemyndiges til at foretage visse nærmere afgrænsede dispositioner på vegne af til enhver tid værende obligationsejere. Disse dispositioner kan omfatte mere mekaniske opgaver som for eksempel renteberegning og formidling af betalinger, men kan også omfatte indkaldelse af obligationsejermøder, overvågning af låntagers overholdelse af sine forpligtelser og håndhævelse af misligholdelse. Mekanismen vil her ofte være, at agenten i tilfælde af misligholdelse enten skal opsige gælden eller indkalde et obligationsejermøde. Agenten kan endvidere bemyndiges til på vegne af obligationsejerne at aftale mindre væsentlige ændringer i obligationsvilkårene med udsteder. Også i forbindelse med en egentlig restrukturering af gælden er det praktisk, såfremt forhandlingerne kan forestås af en agent, som kan forelægge et forhandlingsresultat for obligationsejerne, som så kan træffe beslutning om eventuel godkendelse med en i forvejen fastsat majoritet. Jo mere usikker gælden er, jo større grund er der således



Det vil ofte være et krav fra investorer, at obligationerne optages til handel på en markedsplads. De mest nærliggende markedspladser at benytte i Danmark er henholdsvis NASDAQ OMX Copenhagen A/S eller First North Bond Market.

Processen i forbindelse med udstedelse og notering af obligationer på danske markedspladser er forholdsvis enkel. På den nye markedsplads, First North Bond Market, er der ikke krav om et egentligt prospekt, ligesom der ikke er krav om, at regnskaber aflægges efter IFRS. NASDAQ OMX Copenhagen A/S vil kunne blive mere attraktivt, såfremt processen i forbindelse med Finanstilsynets godkendelse af prospekter forenkles.

til at overveje en struktur med en agent. Til gengæld kan de usikkerheder, der knytter sig til agentstrukturer, jf. nedenfor, gøre, at det er mere hensigtsmæssigt at fravælge brugen af agent, hvor udstedelsen har en høj kreditsikkerhed, og der derfor med en høj grad af sandsynlighed ikke vil være større behov for en agent. På det svenske marked bruges agenter således som udgangspunkt, hvor der er tale om high yield (ikke investment grade) udstedelser.

Det er en forudsætning for, at en agentordning kan virke efter hensigten, at også senere erhververe er bundet af obligationsvilkårenes bestemmelser om agentens virke, herunder agentens bemyndigelse. Udgangspunktet må være, at obligationsvilkårenes bestemmelser også på dette punkt binder en senere erhverver af en obligation, jf. principet i Gældsbrevslovens § 27.¹⁴

Agenten kan endvidere kun udfylde den tiltænkte rolle, såfremt de enkelte obligationsejere ved en såkaldt "no action clause" afskæres fra individuelt at påtale og håndhæve de rettigheder, som agenten er bemyndiget til at varetage på obligationsejernes vegne. Agenten skal i denne forbindelse ultimativt kunne tage processuelle skridt på obligationsejernes vegne, mens obligationsejerne omvendt skal være afskåret derfra.¹⁵ Udvalgsrapporten nævner, at dansk ret også på dette punkt er uklar. Et par ældre danske domme om partialobligationer¹⁶ støtter, at agenten kan tillægges sådanne eksklusive beføjelser,¹⁷ ligesom dette har en vis støtte i mandatretlige synspunkter.¹⁸ Spørgsmålet var også uklart i norsk ret frem til en kendelse fra den norske Højesteret i 2010¹⁹, hvorefter den norske agent, Norsk Tillitsmann, hvis kompetence alene var aftalebaseret, havde søgsmålskompetence for obligationsejeres krav som forudsat i obligationsvilkårene. Den norske Højesterets detaljerede begrundelse fremhævede da også de fordele, som en sådan ret indebærer for alle involverede parter, herunder for de obligations-ejere som individuelt er afskåret fra at tage processuelle skridt såvel som for udsteder. Afgørelsen i forhold til agenten havde således retskraft i forhold til obligationsejerne. Det må vel antages, at danske domstole vil skele til den norske afgørelse, indtil spørgsmålet måtte blive udtrykkeligt reguleret i dansk ret således som anbefalet i Udvalgsrapporten.²⁰ I Sverige, hvor agentens kompetence til at tage retlige skridt på vegne af obligationsejerne heller ikke endnu er eksplicit reguleret eller afgjort i retspraksis, tager obligationsvilkårene typisk højde for usikkerheden. Således tillægges kompetencen i første omgang agenten, og hver obligationsejer er i henhold til obligationsvilkårene forpligtet til at udstede sådanne yderligere fuldmagter, som agenten måtte bede om, for eksempel i forbindelse med processuelle skridt.²¹ Såfremt domstolene afviser agentens ret til at repræsentere obligationsejerne, eller agenten ikke opfylder sin forpligtelse til at tage retlige skridt, kan obligationsejerne, såfremt et obligationsejermøde træffer beslutning derom, i fællesskab tage sådanne retlige skridt. Lignende bestemmelser kan anvendes i obligationer underlagt dansk ret.

Det kan endvidere være praktisk med en agent i de – mere sjældne – tilfælde, hvor obligationerne pantsikres. Endskønt heller ikke dette spørgsmål ses afklaret i retspraksis²², må det antages, at en agent vil kunne agere som "security agent" og holde et pant på vegne af obligationsejerne og i eget navn iagttage sikringsakten.²³ Såfremt pantet skal realiseres med fogedrettens hjælp, kan agenten antageligvis med hjemmel i obligationsvilkårene tage sådanne skridt på vegne af obligationsejerne, jf. ovenfor. Pantet vil i denne situation være sikret i forhold til udsteders (pantsetters) øvrige kreditorer, ligesom obligationsejerne vil være sikret i forhold til agentens kreditorer, forudsat at pantet holdes adskilt fra agentens formue.

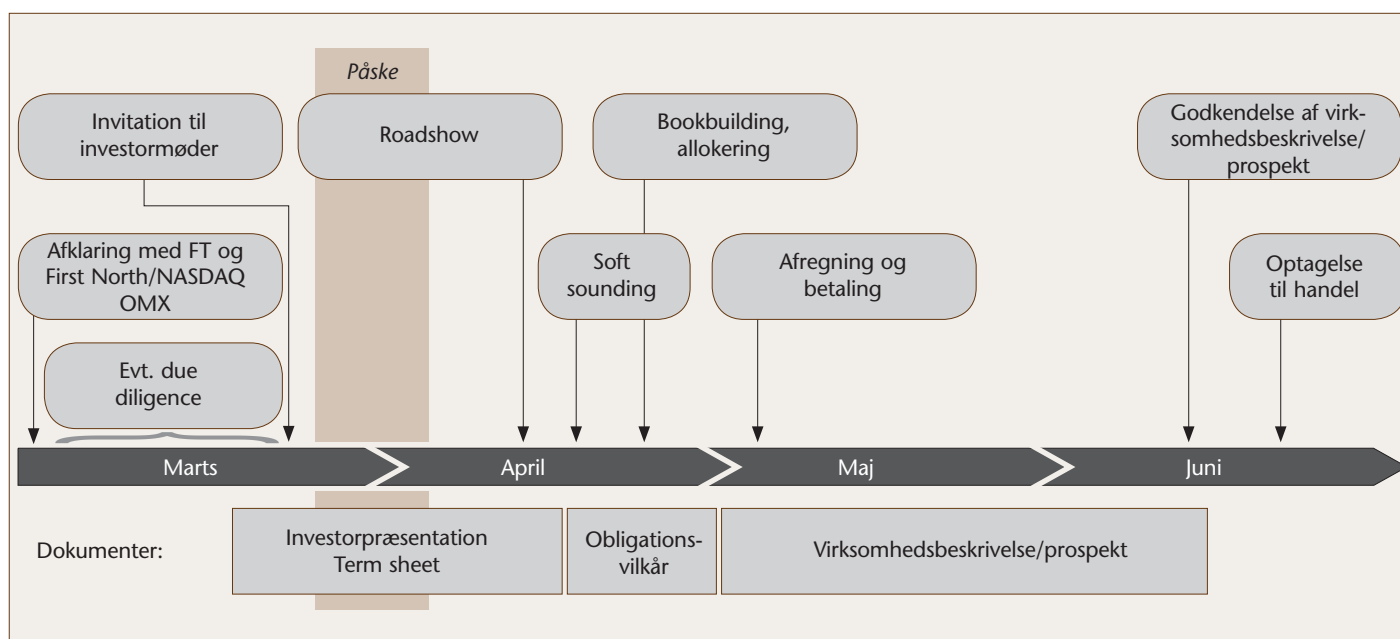
Optagelse til handel

Det vil ofte være et krav fra investorer, at obligationerne optages til handel på en markedsplads. Dette skyldes primært investeringsmandater og placeringsregler²⁴, mens likviditet og prissætning ikke har samme vægt som for aktier. De mest nærliggende markedspladser at benytte i Danmark er henholdsvis NASDAQ OMX Copenhagen A/S eller det af NASDAQ OMX den 7. december 2012 lancerede nye marked, First North Bond Market.²⁵ NASDAQ OMX Copenhagen A/S er et såkaldt reguleret marked, og dokumentationskravene i forbindelse med optagelse til handel er strengere end på First North Bond Market. Det er dog værd at bemærke, at der hverken på NASDAQ OMX Copenhagen A/S eller på First North Bond Market stilles krav om, at der opnås en særlig spredning af udbuddet blandt flere investorer.

Det er således en betingelse for optagelse til handel på NASDAQ OMX Copenhagen A/S, at der udarbejdes et prospekt i henhold til Prospektbekendtgørelsen²⁶, og dette skal godkendes af Finanstilsynet, jf. VPL § 23, stk. 1 og 2. Finanstilsynets praksis for godkendelse af prospekter indebærer, at Finanstilsynet som udgangspunkt skal gennemgå fire prospektudkast forud for den endelige godkendelse. Finanstilsynet bruger op til ti arbejdsdage til første gennemgang af prospektet og op til fem arbejdsdage til hver af de efterfølgende gennemgange. Fristen på ti arbejdsdage forlænges dog til tyve arbejdsdage, hvis prospektet vedrører værdipapirer udstedt af en udsteder, som ikke har nogen værdipapirer optaget til handel, og som ikke tidligere har udbudt værdipapirer til offentligheden.²⁷ Denne noget langstrakte proces anses af udstedere og investeringsbanker for at være en væsentlig ulempe ved at optage obligationer til handel på NASDAQ OMX Copenhagen A/S, og det bør i det fortsatte arbejde med at udvikle det danske obligationsmarked overvejes, hvordan dette kan gøres smidigere.²⁸

First North Bond Market er ikke et reguleret marked, men en såkaldt alternativ markedsplads. Udstederen kan her i forbindelse med ansøgningen om notering og optagelse til handel vælge at indsende en virksomhedsbeskrivelse i stedet for et godkendt pro-

FIGUR 5 – PROCES FOR UDSTEDELSE OG OPTAGELSE TIL HANDEL AF ERHVERVS OBLIGATIONER



spekt, jf. First North Bond Market Rule Book pkt. 2.2.2. Kravene til en virksomhedsbeskrivelse²⁹ er markant lavere end kravene til et prospekt, og en velorganiseret udsteder vil med begrænset bistand kunne udarbejde en virksomhedsbeskrivelse på kort tid og uden at bruge mange ressourcer. Såfremt tilstrækkelig information allerede er tilgængelig for markedet, er end ikke en virksomhedsbeskrivelse påkrævet.

En virksomhedsbeskrivelse skal *blandt andet* indeholde en beskrivelse af (i) virksomhedens forretningsmodel, organisation, konkurrencesituation, risikofaktorer og begrundelse for beslutningen om udstedelsen, (ii) de vigtigste kontrakter, patenter etc., (iii) ejerskabsstruktur, (iv) betingelserne og vilkårene for obligationerne og (v) sidste to års årsrapporter, jf. First North Rule Book pkt. 3.2. Årsrapporter kan, som i prospekter, indkorporeres ved henvisning.³⁰

Der stilles for virksomhedsbeskrivelser ikke krav om erklæringer fra finansiel formidler/arrangør og revisor, mens det i henhold til NASDAQ OMX Copenhagen A/S' regler for udstedere af obligationer kræves, at prospekter for obligationer indeholder en erklæring fra en eventuel finansiel formidler/arrangør og i særlige tilfælde også fra revisor.³¹

Det kan være en væsentlig fordel for udstedere, der ikke aflægger regnskaber efter de internationale IFRS-standarder, at udstedere på First North Bond Market kan vedblive at aflægge regnskaber i hen-

hold til nationale regnskabsstandarder. Udstedere på NASDAQ OMX Copenhagen A/S skal derimod omarbejde historiske regnskaber til, og fremadrettet aflægge regnskaber efter, IFRS.

Virksomhedsbeskrivelsen skal i modsætningen til prospektet ikke godkendes af Finanstilsynet, men alene af First North Bond Market. Ifølge First North Bond Market Rulebook skal ansøgningen om optagelse til handel, inklusive eventuel virksomhedsbeskrivelse, være First North i hænde senest otte dage forud for første handelsdag, men denne korte proces forudsætter naturligvis, at den indleverede virksomhedsbeskrivelse opfylder kravene.

En udsteder på First North Bond Market skal i forbindelse med optagelse til handel have tilknyttet en såkaldt Certified Adviser, jf. First North Bond Market Rule Book 2.2.3. Formålet hermed er, at udstederne skal overholde de gældende noteringsregler og modtage rådgivning om indretning af virksomheden til at kunne overholde oplysningsforpligtelser som følge af optagelse til handel.

Optagelse til handel af obligationerne indebærer, hvad enten der er tale om optagelse til handel på NASDAQ OMX Copenhagen A/S eller First North Bond Market, at udsteder løbende skal give markedsmeddelelser om resultater og om forhold af væsentlig betydning for kursen på obligationerne. For udstedere, hvis aktier allerede er optaget til handel, vil der som udgangspunkt ikke være tale om nogen yderligere byrde. Kursen på obligationerne vil således for så

Udviklingen af et dansk marked forudsætter imidlertid også, at større investorer beslutter sig for at prioritere deltagelse i udviklingen, uanset det i den indledende fase vil være mere arbejdstungt end blot at investere i tilsvarende papirer på etablerede udenlandske markeder.

vidt angår udsteders forhold især afhænge af kreditrisikoen, og de meddelelser, der i forvejen gives, vil dække dette også.

4. Proces

Processen i forbindelse med udstedelser af obligationer, der optages til handel på danske markedsplasser, er forholdsvis enkel, især hvor obligationerne optages til handel på NASDAQ OMX' nye markedsplass, First North Bond Market.

En udsteder bør indledningsvist drøfte med sin finansielle rådgiver, om det vil være formålstjenligt forud for udstedelsen at opnå en rating hos et kreditvurderingsbureau. Proceduren i forbindelse hermed er ganske omfattende, og en lang række udstedelser gennemføres uden rating. Spørgsmålet afhænger især af størrelsen på udstedelsen og af, hvilke investorer udstedelsen rettes imod.

En udsteder bør derefter, når en struktur for udstedelsen er fastlagt i samarbejde med relevante rådgivere, forelægge strukturen for Finanstilsynet med henblik på at sikre, at Finanstilsynet er enig i, at der ikke er krav om pengeinstitutstilladelse.

Der bør derefter iværksættes finansielle og juridiske due diligence-undersøgelser med henblik på at sikre, at investorer får al relevant information om udsteder. Praksis i Sverige har udviklet sig således, at der for udstedere, der allerede har udstedt værdipapirer optaget til handel på svenske børser, alene gennemføres en begrænset due diligence, mens der for andre udstedere gennemføres fuld due diligence. Omfanget af due diligence for nye udstedere vil især afhænge af, hvor komfortabel den medvirkende bank er med de til det udstedende selskab knyttede risici.

Sideløbende med due diligence-undersøgelserne kan udkast til obligationsvilkår, term sheet og eventuel agentaftale udarbejdes, ligesom emissionsbanken og udsteder kan udarbejde investorpræsentation til brug for markedsføring af obligationerne, og investormøder kan planlægges. Når due diligence er gennemført, færdiggøres investorpræsentation, hvorefter marketing påbegyndes. Sideløbende med marketingmøder færdigforhandles term sheet og obligationsvilkår med ledende investorer, og legal opinions og eventuelle comfort letters fra henholdsvis advokater og revisor afgives, hvorefter der gennemføres en form for book building, og obligationerne udstedes mod betaling.

Såfremt obligationerne er omfattet af en af undtagelserne til prospektpligt i Prospektbekendtgørelsen, jf. ovenfor, er det ikke nødvendigt, at prospektet eller virksomhedsbeskrivelsen er færdig på tidspunktet for udstedelsen, og obligationsvilkårene kan indeholde bestemmelse om, at notering, eller ansøgning derom, skal ske henholdsvis indgives for eksempel inden seks måneder efter udstedelsen. Denne kadence anvendes ofte i Norge og Sverige og er især hensigtsmæssig, hvor finansieringen skal rejses hurtigt, mens det – også henset til markedsplassens og Finanstilsynets procedurer – kan være

vanskeligt at få godkendt dokumenterne til brug for noteringen i samme tempo. Udsteder og emissionsbank er bedre beskyttet mod et potentielt ansvar, såfremt investorernes tegningsmateriale er mere fyldestgørende, og dette kan tale for at forsøge at nå at have materialet, eller i hvert fald et fremskredent udkast, klart på tidspunktet for udstedelsen.

5. Konklusion

Finanstilsynet har med sin udtalelse af 4. juli 2012 fjernet en væsentlig hæmsko for etableringen af et dansk marked for erhvervsobligationer. Det er for både investorer og låntagere ønskværdigt, at et sådant marked etableres, og der synes også at være politisk vilje dertil.

Udvalgsrapporten nævner relevante problemstillinger i relation til virksomhedsobligationer, men uanset at den juridiske infrastruktur kan forbedres, er det værd at notere, at samme typer af juridiske problemstillinger og usikkerheder ikke har hindret udviklingen af forholdsvis velfungerende markeder i vore nabolande. Regulatoriske spørgsmål bør derfor ikke hindre udviklingen af et dansk marked.

Obligationsudstedelser er således værd at overveje nærmere for virksomheder med et lånefinansieringsbehov, der overstiger ca. DKK 200 millioner.

Processen i forbindelse med udstedelse og notering af obligationer på danske markedsplasser er forholdsvis enkel. På den nye markedsplass, First North Bond Market, er der ikke krav om et egentligt prospekt, ligesom der ikke er krav om, at regnskaber aflægges efter IFRS. NASDAQ OMX Copenhagen A/S vil kunne blive mere attraktivt, såfremt processen i forbindelse med Finanstilsynets godkendelse af prospekter forenkles.

Udviklingen af et dansk marked forudsætter imidlertid også, at større investorer beslutter sig for at prioritere deltagelse i udviklingen, uanset det i den indledende fase vil være mere arbejdstungt end blot at investere i tilsvarende papirer på etablerede udenlandske markeder. Såfremt denne vilje manifesteres, vil de øgede kapitalkrav til bankerne skubbe på udviklingen, således at låntagere og investorer også lettere kan enes om de kommercielle vilkår, herunder især pris (rente).

Noter

- 1 Se herom nedenfor og især Michael Camphausen: Erhvervsobligationer – omsider fri af den regulatoriske spændetrøje, Revision & Regnskabsvæsen 2012, nr. 9, s. 70. Finanstilsynets udtalelse er tilgængelig på Finanstilsynets hjemmeside og er kort beskrevet nedenfor i afsnit 3.
- 2 Rapporten er tilgængelig på Erhvervs- og vækstministeriets hjemmeside: <http://www.evm.dk/~media/oem/pdf/2012/pressemeddelelser-2012/22-11-12-udvalget-om-erhvervsobligationer/rapport-udvalget-om-erhvervsobligationer-22-11-12.ashx>
- 3 Rule 144A i Securities Act af 1933 (som ændret) indeholder en fritagelse for registrering hos SEC ved visse udbud til kvalificerede institutionelle investorer ("QIBs").
- 4 Et mindre dokumenttungt alternativ hertil kan være at udstede lån til en smalere gruppe af amerikanske institutionelle investorer ved såkaldte USPP (US Private Placement) transaktioner, og blandt andre Københavns Lufthavne (2010) og Danish Crown (2005) har gjort dette.
- 5 AP Møller Mærsk A/S udstedte dog i 2009 obligationer med en samlet hovedstol på EUR 750 millioner, og denne er optaget til handel på NASDAQ OMX Copenhagen A/S.
- 6 I perioden 2008-2012 steg volumen af nyudstedelser af erhvervsobligationer denomineret i svenske kroner fra SEK 39 milliarder til SEK 83 milliarder (kilde: Bloomberg).
- 7 Lovbekendtgørelse nr. 705 af 25. juni 2012 om finansiel virksomhed med senere ændringer.
- 8 Direktiv nr. 2006/48/EF om adgang til at optage og udøve virksomhed som kreditinstitut.
- 9 Direktiv 2004/39/EF om markeder for finansielle instrumenter og direktiv 2006/73/EF om gennemførelse af direktiv 2004/39/EF.
- 10 Lovbekendtgørelse nr. 219 af 20. februar 2013 om værdipapirhandel mv. med senere ændringer.
- 11 Bekendtgørelse nr. 644 af 19. juni 2012 om prospekter ved offentlige udbud mellem EUR 1.000.000 og EUR 5.000.000 af visse værdipapirer indeholder tilsvarende undtagelser.
- 12 Afsnit 3.3, side 7.
- 13 Covenants er endvidere typisk af en anden type, idet covenants i obligationsvilkår typisk vedrører enkeltstående dispositioner som for eksempel udbetaling af dividende ("incurrence covenants"), snarere end løbende gentagne forhold ("maintenance covenants").
- 14 Udvalgsrapporten begrundet ikke sit forbehold i relation til dette spørgsmål, jf. Udvalgsrapporten side 56.
- 15 Begrænsningen af obligationsejernes muligheder må imidlertid forudsætte, at agentens bemyndigelse virker efter sit indhold.
- 16 U1938.583Ø og U1941.1027Ø.
- 17 Se tilsvarende også Herman Federspiel: Mere om trusten og særlig dens anvendelse i finansielle transaktioner i U1999B s. 363.
- 18 Se Rammeskov Bang-Pedersen og Højlund, Den civile retspleje, 2. udg., (2010) s. 111 med henvisning til U1999.20H og U2010.937Ø og Herman Federspiel op.cit.
- 19 HR-2010-568-A – Rt-2010-402, kendelse af 7. april 2010.
- 20 Se Udvalgsrapporten side 3.
- 21 Det kan i denne forbindelse vise sig at være et praktisk problem at identificere obligationsejere, der ikke reagerer på henvendelser til de relevante depoter, idet VP ikke medvirker til identifikation af de pågældende.
- 22 Se også forbeholdet i Welltecs prospekt side 38-39: "To date, Danish courts have not addressed the issue of whether security can validly be granted to certain creditors from time to time without specifically identifying such creditors, and whether such security can be properly perfected without identification of each individual creditor. Accordingly, the Danish Security Documents may not be valid and enforceable." En anden sag er, at det for den bekymrede udsteder/emissionsbank ofte vil være muligt at strukturere sig ud af problemstillingen for eksempel ved at gennemføre udstedelsen gennem et SPV, der så videreudlåner til driftsselskabet mod pant i de relevante aktiver.
- 23 Jf. Herman Federspiel op.cit. s. 363. Udvalgsrapporten anbefaler udtrykkelig regulering også af dette spørgsmål, jf. rapportens side 3.
- 24 Reglerne i FIL § 163, stk. 1, nr. 3, jf. § 162, stk. 1, nr. 13 er ikke befordrende for udviklingen af dette marked. De bestemmer, at pensionskasser og livsforsikrings-selskaber alene for 2 % vedkommende kan medregne "andre lån og værdipapirer", herunder obligationer – som sådanne optaget til handel på First North Bond Market – der ikke er optaget til handel på et reguleret marked, blandt de aktiver, de skal have til afdækning af de forsikringsmæssige hensættelser, jf. FIL § 159, stk. 1.
- 25 GXG Markets, der både tilbyder et reguleret marked og ikke-regulerede markeder kan være et alternativ for mindre og mellemstore virksomheder.
- 26 Prospektbekendtgørelsen bygger på kravene i Prospektforordningen (forordning nr. 809/2004/EF om gennemførelse af direktiv 2003/71/EF for så vidt angår oplysninger i prospekter samt disses format, indarbejdelse af oplysninger ved henvisning og offentliggørelse af sådanne prospekter samt annonceringsartikel som ændret ved forordning nr. 211/2007/EF og forordning 486/2012/EF).
- 27 Finanstilsynets praksis er beskrevet i et dokument af 1. juli 2012: Praktisk information hvis du overvejer optagelse til handel på et reguleret marked og offentligt udbud af værdipapirer over EUR 5.000.000, pkt. 2.1. Dokumentet er tilgængeligt på Finanstilsynets hjemmeside.
- 28 Et obligationsprospekt til brug for notering på NASDAQ OMX Stockholm godkendes af den svenske Finansinspektion på ca. otte dage. Sagsbehandlingstiden afhænger dog selvfølgelig også i høj grad af kvaliteten af det indleverede prospektudkast.
- 29 Den første og hidtidige eneste virksomhedsbeskrivelse er udarbejdet af Danish Crown, se <http://www.danishcrown.dk/Investor/Virksomhedsbeskrivelse.aspx>.
- 30 Se Danish Crowns nævnte virksomhedsbeskrivelse og principperne i Prospektbekendtgørelsens § 18, stk. 2, henholdsvis punkt 20.1 i Bilag I til Prospektforordningen.
- 31 Se NASDAQ OMX Copenhagen A/S' regler for udstedere af obligationer pkt. 2.5 og 2.6. Kravet om en arrangørerklæring anses af visse investeringsbanker som en ulempe ved NASDAQ OMX Copenhagen A/S sammenlignet med konkurrerende markedspladser.