

# Foretaksobligasjoner i Norge

**En lang rekke selskaper benytter seg av obligasjonsmarkedet som finansieringskilde.** Artikkelen gir en oversikt over forskjellige juridiske problemstillinger som kan oppstå i forbindelse med utstedelse av norske foretaksobligasjoner.

Artikkelen er forfattet av:



Senioradvokat  
Hege Dahl  
Arntzen de Besche Advokatfirma



Senioradvokat  
Atle Stensrud  
Arntzen de Besche Advokatfirma



Advokat  
Per Dagslet  
Partner Arntzen de Besche  
Advokatfirma

Det er for tiden høy aktivitet i det norske obligasjonsmarked, både når det gjelder utstedelse av nye obligasjoner og annenhåndsomsetning. Den største andelen obligasjoner utstedes av det offentlige som statsobligasjoner og kommunale obligasjoner samt av banker. Denne artikkelen omhandler den delen av obligasjonsmarkedet som danner grunnlag for lån til det øvrige næringslivet og som benevnes foretaksobligasjoner. Med foretaksobligasjoner menes rentebærende omsettelige gjeldsinstrumenter som er utstedt av norske og utenlandske selskaper. Det avgrenses videre mot sertifikater, som er rentebærende omsettelige gjeldsinstrumenter med en løpetid på inntil 12 måneder, og artikkelen omhandler kun obligasjonsutstedelser under norsk rett. Selskapet som skal utstede obligasjonen, dvs. ta opp lånet, betegnes som selskap, utsteder eller låntaker. Foretaksobligasjonene kan deles inn i såkalt «investment grade», dvs. låntakere med en god kreditt-rating, og «high yield»-obligasjoner (høy rente/høy risiko), dvs. låntakere som relativt sett har lavere kredittverdighet (se nærmere om kreditt-rating under *Rating* nedenfor).

Historisk sett har obligasjonsmarkedet utgjort en relativt liten del av gjeldsfinansieringen for norske selskaper. I USA sies det at forholdet mellom ordinær bankgjeld og obligasjonsgjeld utgjør 20/80, mens det i Norge (og for så vidt resten av Europa) er en motsatt sammensetning.

Finansiering i det norske «high yield»-markedet benyttes både av norske og utenlandske selskaper, særlig selskaper fra USA, EU og Asia. Også på investorsiden (långiver) forekommer både norske og utenlandske investorer. Det er i første rekke selskaper innenfor olje, offshore og shipping som har finansiert seg i obligasjonsmarkedet, blant annet for å finansiere kjøp og bygging av rigger og fartøy, men også aktører innen fiskeri, eiendom og annen industri har i dag utstedt obligasjonslån. Størrelsen på de enkelte obliga-

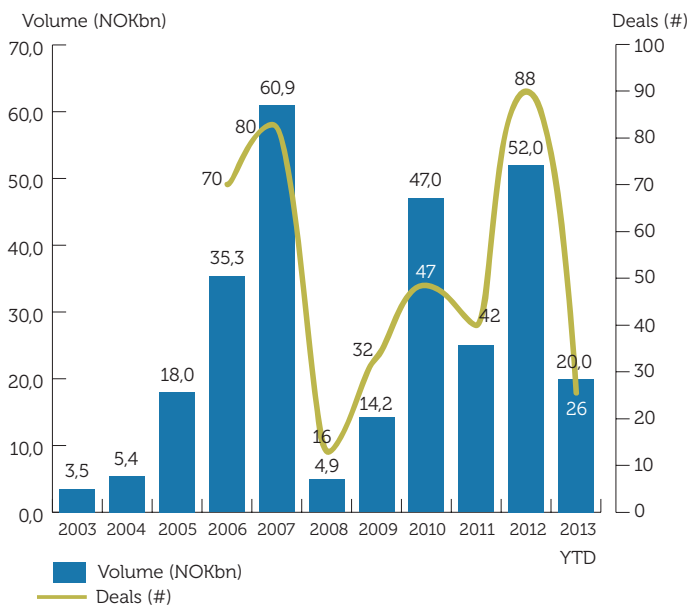
sjonslånene varierer fra NOK 100 millioner til flere milliarder. Løpetid for lånene varierer, normalt mellom 3–5 år, men det er blitt mer vanlig med løpetid på inntil 7–10 år.

## Volum obligasjoner – utvikling

I 2012 ble det i Norge utstedt obligasjoner for totalt NOK 287 milliarder<sup>1</sup>, inkludert foretaksobligasjoner som utgjorde ca. NOK 97 milliarder, hvorav NOK 52 milliarder «high yield» (inkludert konvertible) og NOK 45 milliarder innen «investment grade».

Så langt i 2013 er det fortsatt stor aktivitet i markedet for foretaksobligasjoner. Enkelte verdipapirforetak forventer likevel at interessen for obligasjonsmarkedet kan svekkes og at aksjemarkedet igjen blir mer attraktivt for mange investorer.

Norwegian high-yield new issuance volume



Kapitalinnhenting via obligasjonsmarkedet har hatt en dramatisk vekst de siste ti årene, med en nedgang under og etter finanskrisen, og en sterk økning de siste årene. Obligasjonslån har tidligere vært oppfattet som et finansieringsalternativ for de aller største selskapene, men har i de senere årene utviklet seg til å bli et alternativ for en rekke mellomstore og mindre selskaper. Økningen i obligasjonsmarkedet skyldes flere faktorer. Et forhold som

<sup>1</sup> Arctic Securities, Seminar 24. januar 2013.

fremheves, er at bankene er blitt mer restriktive med sine utlån, både på grunn av tap innenfor enkelte sektorer, men også på grunn av strengere krav til egenkapital og likviditet. Denne trenden har medført at foretak må søke nye måter for å dekke sitt finansieringsbehov. Det har i en periode også vært større usikkerhet i aksjemarkedet, slik at obligasjonsmarkedet har fremstått som mer attraktivt for mange investorer. Fordelene som ofte fremheves ved det norske obligasjonsmarkedet, er at det er effektivt ved kapitalinnhenting, transaksjonskostnadene er vesentlig lavere enn i UK og USA, det er et relativt modent marked for lån til næringslivet, det er en god investortilgang av både norske og internasjonale investorer og Oslo Børs/Nordic ABM (Alternativ Bonds Market) tilbyr en rask og effektiv noteringsprosess. Det er også et velfungerende annenhåndsmarked i Norge.

*Bankfinansiering vs. obligasjonsfinansiering*  
For mange selskaper har obligasjonsmarkedet vist seg å være en hensiktsmessig finansieringskilde og et alternativ eller supplement til bankfinansiering. Obligasjonsmarkedet er ikke nødvendigvis tilgjengelig for alle, eller for alle typer lån, og selskapene må derfor konkret vurdere de betingelsene som et slikt lån eventuelt kan tas opp på. Ifølge enkelte verdipapirforetak bør et obligasjonslån normalt utgjøre opp mot NOK 300 millioner før det skal være regningssvarende eller mulig å hente inn pengene fra et større antall investorer. Dersom lånet er på en lavere sum, vil interessen fra investorene ofte være lav som følge av at det vil være liten likviditet og annenhåndsomsetning, samt at enkelte investorer har investeringsmandater som begrenser dem fra å investere i mindre lån. «Investment grade»-selskaper vil normalt

ha god tilgang til både bank- og obligasjonsfinansiering og har derfor større valgmuligheter mht. finansieringsform. Sertifikatmarkedet (dvs. usikrede obligasjonslån med løpetid inntil ett år) vil ofte gi de beste betingelsene for utsteder. Bruk av dette markedet i kombinasjon med mer langsiktige obligasjonslån (5–7 år) og banklån vil kunne gi de totalt sett beste samlede betingelsene.

Ved siden av den rene kostnadssiden (effektiv rente), der også obligasjonslån kan være konkurransedyktige, vil noen andre faktorer kunne ha betydning for valget av og omfanget av obligasjonslån eller banklån. Et banklån kan være mer fleksibelt i løpetiden ettersom det normalt kan nedbetales helt eller delvis på et hvilket som helst tidspunkt uten ekstra kostnad, mens obligasjonslån som regel ikke kan nedbetales i løpetiden eller eventuelt kun mot en premie. Banklån har tradisjonelt vært billigere enn obligasjonslån med kortere løpetider, men de har gjerne en flytende kredittmargin og banken kan endre rentemarginen bl.a. i forbindelse med økte innlånskostnader og andre endrede rammebetingelser for banken. Et obligasjonslån er i motsetning til et banklån normalt avdragsfritt og med en fastrente eller fast rentemargin i tillegg til en referanserente. Bankene er ofte ikke villige til å avtale løpetid lengre enn 4–5 år, mens man i obligasjonsmarkedet ser flere tilfeller av løpetid på opptil ti år.

Bankfinansiering vil gjerne være mer tidkrevende og ressurskrevende å få på plass, særlig om flere banker skal delta i et bank-syndikat, hvor det stilles krav til omfattende dokumentasjon, selskapsgjennomgang mv. For obligasjonslån benyttes det en standardisert låneavtale utarbeidet



*20/80 og 80/20: I USA sies det at forholdet mellom ordinær bankgjeld og obligasjonsgjeld utgjør 20/80, mens det i Norge (og for så vidt resten av Europa) er en motsatt sammensetning.*

av Norsk Tillitsmann ASA, som kun i begrenset grad endres eller tilpasses, og et obligasjonslån kan man få på plass i løpet av et par uker.

Den standardiserte obligasjonslåneavtalen inneholder også relativt få og mindre inngrepene «covenants» sammenlignet med en vanlig banklåneavtale, herunder selskapets forpliktelser til å informere og rapportere til långiver (informasjons-covenants), selskapets generelle handleforpliktelser (positive covenants), de handlebegrensningene som legges på selskapet og dets virksomhet (negative covenants) og de finansielle covenants (krav til for eksempel gjeldsgrad, likviditet mv.).

## Behov for hjelp?

Ring oss på 23 23 91 91.

**BJØRGFJELL**  
www.bjorgfjell.no *Bemannings*

OSLO • DRAMMEN • TRONDHEIM

**SPESIALISTEN INNEN ØKONOMI, REGNSKAP, KONTOR OG ADMINISTRASJON**



En fordel med banklån som ikke er syndikert sammenlignet med et obligasjonslån, vil kunne være at man forhandler direkte med en bank og at banken normalt vil ha en mer langsiktig interesse i låntaker som kunde. I et obligasjonslån er långiverne normalt ikke kjent for låntaker og långivernes interesser i långiver er i første rekke begrenset til den aktuelle transaksjonen, snarere enn en langsiktig relasjon. Långiverens intensjoner og strategier i ulike scenarier vil dermed være en større usikkerhetsfaktor. Dette vil særlig settes på spissen om låntaker ønsker å endre låneavtalen, eller misligholder avtalen. I slike tilfeller kan en bank være en mer forutsigbar motpart enn en gruppe anonyme investorer, til tross for at disse representeres ved en tillitsmann.

## Generelt om obligasjoner og rettslige utgangspunkter

### Ulike typer obligasjoner

En obligasjon vil vanligvis gi innehaveren et krav mot utstederen på rentebetalinger på faste tidspunkter og tilbakebetaling av hele hovedstolen ved forfall. Det kan være én eller flere investorer (obligasjonseiere), normalt representert ved en felles tillitsmann (Norsk Tillitsmann ASA), og obligasjonene er normalt fritt omsettelige. Det finnes ulike typer obligasjoner. Normalt vil utsteder ikke ha rett til å betale tilbake lånet helt eller delvis under løpetiden, men en innløsningsrett kan avtales mot betaling av en premie om denne benyttes. En slik premie vil gradvis reduseres under løpetiden om innløsningsretten gjelder over en lengre periode eller på flere tidspunkter. Renten kan enten være fast i hele lånets løpetid eller det kan være avtalt en flytende rente med fast margin, og en referanserente. Det kan utstedes obligasjonslån med ulik type sikkerhet, det kan være sikkerhet i utstedeas aktiva, for eksempel skip, rigger mv., eller det kan avtales at utsteder ikke skal ha anledning til å pantsette sine aktiva til fordel for sine kreditorer dvs. negativt pant. Obligasjoner kan også være konvertible, med en rett for obligasjonseier til å bytte obligasjonen til aksjer i selskapet til en forhåndsavtalt pris. Dette innebærer at obligasjonseierne kan velge om de ønsker å ha en kreditorposisjon eller en aksjonærposisjon i utsteder. For å øke likviditeten i annenhåndsomsetningen, kan obligasjonene noteres på Oslo Børs eller Nordic ABM («Alternativ Bonds Market»). (Se nærmere omtale under *Oslo Børs/Nordic ABM og Notering* nedenfor).

### Kreditt risiko og rating

Ved investeringer i obligasjoner vil den aktuelle kreditt risiko stå sentralt, dvs. risikoen for mislighold i form av manglende betaling av løpende renter og manglende innfrielse av hovedstolen ved innløsning. For å hjelpe investor til å skille mellom kreditt risiko hos de ulike utstederne gjøres kreditt vurderinger (ofte benevnt «rating») av obligasjonsutstederne. Kreditt vurderingen sier noe om utstedeas evne til å betale tilbake et lån, og vurderingen vil påvirke rentesatsen. En kreditt vurdering kan foretas av et anerkjent ratingbyrå («offisiell rating»), for eksempel Standard & Poor's, Moody og Fitch. Slike byråer gjennomfører kredittanalyser basert på spesifikke kriterier av den enkelte utsteder med fokus på utstedeas evne til å generere kontanter i fremtiden. I det norske obligasjonsmarkedet er det få selskaper som er gitt en kreditt vurdering av internasjonale kreditt vurderingsbyråer.

I det norske markedet vil tilretteleggerne av et obligasjonslån som hovedregel utstede en kreditt analyse med en kreditt vurdering basert på de samme kriteriene som de offisielle ratingbyråene benytter. Enkelte verdipapirforetak utstede dessuten jevnlig kreditt analyser som setter kreditt vurderinger på obligasjoner som omsettes i annenhåndsmarkedet. Kreditt vurderinger gitt av norske verdipapirforetak omtales gjerne som «skyggeratinger.» På grunn av interessekonfliktene som foreligger mellom tilretteleggers rolle som rådgiver for utsteder på den ene side og investor på den annen side, kan det være investorer som er forsiktige med å legge vekt på disse kreditt vurderingene.

Norges Fondsmeglerforbund har lagt til grunn at kreditt analyser ikke omfattes av reglene for investeringsanbefalinger i henhold til verdipapirhandelloven § 3–10 og derved ikke skal oppfylle innholdskravene til investeringsanbefalinger som følger av verdipapirforskriften §§ 3–5 følgende. Bakgrunnen er at kreditt analysene normalt ikke inneholder en kjøps-/salgsanbefaling, men kun en kreditt vurdering av utsteder og obligasjonen. Kreditt analysene omtales derfor som «markedsføringsmateriale» og skal etterleve kravene i verdipapirforskriften § 10–9. Det foreligger pr. i dag ikke praksis fra Finanstilsynet som utfordrer dette standpunktet. Etter det vi er kjent med jobber Fondsmeglerforbundet med en ny anbefaling til sine medlemmer om hvilken minimumsinformasjon kreditt vurderinger bør inneholde, slik som informasjon om vurderingsmetoder, interessekonflikter mv.

Som nevnt innledningsvis sondres det mellom obligasjonslån med en rating som «investment grade», som innebærer en kreditt rating som er BBB eller bedre, og «high yield»-obligasjoner, som har en dårligere kreditt rating (BB eller dårligere). Tabellen under viser de ulike kategoriene de mest kjente kreditt vurderingsbyråene benytter.

### Rettslige utgangspunkter


Verdipapirhandelloven kommer til anvendelse på tilretteleggelse av obligasjoner. Obligasjoner faller inn under kategoriene «finansielle instrumenter» og «omsettelige verdipapirer» i verdipapirhandelloven<sup>2</sup> dersom den aktuelle obligasjonen «kan

<sup>2</sup> Jf. lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel («verdipapirhandelloven»).

Tabell 1 Ratingskala fra de store ratingselskapene.

		Kreditt rating		
		Moody's	S & P	Fitch
Investment grade	Sterkest	Aaa	AAA	AAA
	↓	Aa	AA	AA
		A	A	A
		Baa	BBB	BBB
Ikke investment grade, High yield / junk bonds	↑	Ba	BB	BB
		B	B	B
		Caa	CCC	CCC
		Ca	CC	CC
		C	C	C
Svakest	C	D	D	





telefon ansettelses utbytte  
representasjon **praktiske veivisere**  
lønn **firmabil** næringseiendom KANTINE  
lån **skatt oppsigelser**  
generalforsamling pensjon  
fravalg revisjon ferie kurs  
aksjer konsernbidrag  
merverdiavgift diett  
leasing

## Millioner av **aha-opplevelser** gjennom 30 år

### **Sticos Oppslag - nå med praktiske veivisere**

Sticos har gjort komplisert regelverk forståelig og tilgjengelig i 30 år. Dine problemstillinger innen regnskap, lønn og personal har vi svaret på. Fagsupport er inkludert dersom du trenger mer hjelp.

Nå lanserer vi i tillegg praktiske veivisere i Sticos Oppslag. Her får du verktøy som guider deg gjennom ulike arbeidsprosesser trinn for trinn. Vi viser deg i praksis hvordan du utfører oppgavene, og du får automatisk generert de dokumentene du trenger. Du guides gjennom prosesser som styrearbeid, ansettelse og oppfølging av nyansatte eller skattemessig behandling ved pendling fra utlandet og slik gjør vi jobben lettere for deg. Igjen.

I mai lanseres den første pakken med veivisere, og det vil komme mange flere fremover.

Se [www.sticos.no](http://www.sticos.no) eller ring 07356 for mer informasjon.

omsettes på kapitalmarkedet»<sup>3</sup>, dvs. om den etter sin art er omsettelig<sup>4</sup>. Ved at obligasjoner omfattes av verdipapirhandelloven utløses en rekke plikter for utsteder, tilrettelegger og investor. Gjennomgående gjelder kravet om å utvise god forretnings-skikk<sup>5</sup>.

Kapittel 3 i verdipapirhandelloven omfatter ikke obligasjoner som ikke er eller ikke søkes notert på norsk regulert marked, jf. verdipapirhandelloven § 3–1. Siden de fleste obligasjonslån søkes notert først etter at emisjonen er gjennomført, kommer ikke verdipapirhandelloven kapittel 3 til anvendelse for obligasjonen er eller søkes notert. Utstedelse av unoterte obligasjoner kan imidlertid utgjøre innsideinformasjon i forhold til allerede utstedte, noterte instrumenter, da informasjon om et nytt

<sup>3</sup> Jf. verdipapirhandelloven § 2–2 annet ledd nr. 2.

<sup>4</sup> Jf. Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) s. 53 med videre henvisninger.

<sup>5</sup> Jf. verdipapirhandelloven § 3–9 og § 10–11 for så vidt gjelder tilrettelegger.

låneopptak kan ha betydning for kursen på eksisterende noterte obligasjonslån, aksjer eller andre finansielle instrumenter. Verdipapirhandelloven § 3–9 om urimelige forretningsmetoder og god forretnings-skikk gjelder imidlertid uavhengig av om lånet er notert, hvilket kan medføre at investor ikke kan handle på prissensitiv informasjon knyttet til utstedelse av et obligasjonslån.

Andre aktuelle regler for obligasjoner kan følge av bl.a. aksje-/allmennaksjeloven, alminnelig avtale-/obligasjonsrett, pantelovgivningen, dekningsloven og verdipapirregisterloven. Det er noe forskjellige regler som gjelder for de ulike aktørene og for hhv. noterte og unoterte obligasjoner. (Se omtale under *Aktørene og deres funksjoner* samt under *Notering* nedenfor). Selve

lånopptaket og tilhørende dokumentasjon er generelt sett lite lovregulert.

### *Innsynsrett i obligasjonsregisteret*

I henhold til verdipapirregisterloven innføres obligasjoner i Verdipapirsentralen ASA («VPS») med de rettsvirkningene registreringen medfører<sup>6</sup>. VPS fører løpende et register over obligasjonseierne. I motsetning til hva som gjelder for aksjer, er det ikke allmenn innsynsrett i eierregisteret, jf. taushetspliktreglene i verdipapirregisterloven § 8–1. Det er heller ikke begrenset innsyn for obligasjonsutstederne. Dette betyr at verken selskapet, øvrige obligasjonseiere, meglerhusene, Norsk Tillitsmann ASA eller allmennheten kan få vite hvem som er eiere. Dersom man skal henvende seg til alle obligasjonseierne, eksempelvis ved en restrukturerings situasjon, må korrespondansen sendes via VPS som sørger for å videresende til obligasjonseierne.

Det er full adgang til å forvalterregistrere obligasjoner, hvilket innebærer at det er forvalteren og ikke den rette eier som står innført i eierregisteret, jf. verdipapirregisterloven § 6–2. Dette er annerledes for aksjer, der forvalterregistrering kun er tillatt for utenlandske investorer og er forbudt for norske investorer, jf. allmennaksjeloven §§ 4–4 og 4–10.

Mangel på innsyn i eierregisteret er i senere tid blitt kritisert. I forbindelse med f.eks. restrukturering, forhandlinger om rente og tilbakekjøp kan utsteder ha behov for å ta direkte kontakt med én eller flere långivere, uten å måtte involvere Norsk Tillitsmann og VPS. Videre vanskelig gjøres omsetningen av obligasjoner i annenhåndsmarkedet ved at det ikke er kjent hvem som innehar obligasjonene. Kurtasjen meglerhusene belaster ved omsetning av obligasjoner, er vesentlig høyere enn ved omsetning av aksjer, idet hver handel som hovedregel må slutes individuelt mellom kjøper og selger av obligasjonene og ikke kan slutes automatisk i et handelssystem.

Begrunnelsen som ble gitt da innsynsretten i obligasjonseierregisteret sist ble vurdert i 2001<sup>7</sup>, var i korte trekk at innsynsrett ikke er vanlig internasjonalt og at det derfor kunne virke negativt for konkurranseevnen til det norske verdipapirmarkedet.

<sup>6</sup> Det er omdiskutert om det foreligger rett eller plikt til registrering av obligasjoner, men for praktiske formål registreres alle obligasjoner i VPS. Registrering er noteringsvilkår for notering på hhv. Oslo Børs og Oslo ABM.

<sup>7</sup> Jf. NOU 2000: 10 pkt. 19.3.3 og Ot.prp. nr. 39 (2000–2001) pkt. 12.4.



**INNSIDEINFORMASJON:** Kapittel 3 i verdipapirhandelloven omfatter ikke obligasjoner som ikke er eller ikke søkes notert på norsk regulert marked, men utstedelse av unoterte obligasjoner kan utgjøre innsideinformasjon i forhold til allerede utstedte, noterte instrumenter.



**INFORMASJONSPLIKT:** *Selv om det ikke er krav om utarbeidelse av prospekt, har utsteder likevel plikt til å gi potensielle investorer opplysninger som det må antas at investor trenger å kjenne til for å treffe sin investeringsbeslutning, og som det er rimelig at investor får kjennskap til.*

Mye kan tyde på at selskapers behov for direkte kontakt med obligasjonseierne har forsterket seg siden vurderingene i 2001, og det er grunn til å tro at det vil bli gjort en ny vurdering av dette spørsmålet. Oslo Børs har i et brev til Finansdepartementet av 7. desember 2012 bedt departementet vurdere å endre reglene slik at det åpnes for innsyn for utsteder (låntaker) i eierregisteret.

### Aktørene og deres funksjoner

#### Utsteder

I det norske «high yield»-segmentet er det en betydelig overvekt av utstedere innenfor olje, offshore og shipping, men særlig de senere år har slike lån blitt utstedt av selskaper innenfor en rekke ulike næringer. Det er flest norske utstedere, men også stadig flere utenlandske selskaper benytter seg av det norske obligasjonsmarkedet.

*Beslutninger og informasjonsplikt for utstedelse*  
Selskapsrettslig er det normalt tilstrekkelig at utsteders styre treffer beslutning om

opptak av obligasjonslån. Styret trenger ikke som for aksjer, å beslutte hvilke investorer som skal tildeles obligasjoner. Som hovedregel gjøres tildelingen alene av tilrettelegger uten at selskapet er involvert. Dersom obligasjonen skal gjøres konvertibel, kreves tilslutning fra utsteders generalforsamling.

Vanlige oppgaver for selskapet er å bistå tilrettelegger med å utarbeide nødvendig dokumentasjon og informasjonsmateriale i forbindelse med obligasjonsutstedelsen. Hvor omfattende informasjonsmateriale som kreves, vil bl.a. bero på om det kreves prospekt.

Obligasjonsutstedelsen kan utløse krav om utarbeidelse av tilbudsprospekt og/eller noteringsprospekt etter reglene i verdipapirhandelloven kapittel 7. Ansvaret for å utarbeide prospekt påhviler utsteder. Formålet med prospektplikt er i første rekke å sikre investorer et minimum av informasjon om den aktuelle transaksjonen i selskapet.

Det kreves et såkalt *tilbudsprospekt* dersom tilbudet om tegning eller kjøp av obligasjonen rettes til minst 150 personer og gjelder et beløp på minst 1 mill. EUR beregnet over en periode på 12 måneder, jf. verdipapirhandelloven §7–2. Det foreligger imidlertid viktige og mye brukte unntak fra tilbudsprospektplikten som gjør det mulig å strukturere utstedelsen slik at prospekt likevel ikke kreves, jf. verdipapirhandelloven §7–4. Vanlige unntak er å legge obligasjonen ut i enkeltstørrelser med pålydende eller krav på vederlag på minst 100 000 EUR, jf. verdipapirhandelloven §7–4 første ledd nr. 10, eller kun å tilby obligasjonen til profesjonelle investorer, jf. verdipapirhandelloven §7–4 nr. 8.

*Noteringsprospekt* skal utarbeides dersom obligasjonen skal noteres på et regulert marked<sup>8</sup> (i Norge: Oslo Børs), jf. verdipapirhandelloven §7–3. Dersom lånet skal noteres på Nordic ABM (som er en såkalt

<sup>8</sup> Jf. verdipapirhandelloven §2–3 (3), jf. lov om regulerte markeder §3 (1).



uregulert markedsplass), skal det utarbeides et noteringsdokument som skal oppfylle innholdskravene i ABM-reglene pkt. 2.7 og kontrolleres av Nordic ABM før det kan offentliggjøres. (Se omtale under *Notering* nedenfor.)

Forutsatt at det er prospektplikt, beror kravene til innhold og prosedyre på om obligasjonen utløser plikt til å utarbeide «registreringsprospekt» eller «EØS-prospekt»<sup>9</sup>. Dersom tilbudet gjelder et beløp på minst 5 mill. EUR, eller lånet skal noteres på Oslo Børs, må det utarbeides såkalt EØS-prospekt. EØS-prospekt skal kontrolleres av prospektkontrollen i Finanstilsynet, og må oppfylle omfattende innholdskrav i prospektforordningen<sup>10</sup>. Registreringsprospekt skal registreres i Foretaksregisteret og må oppfylle langt mindre omfattende innholdskrav<sup>11</sup>.

Dersom det ikke er krav om utarbeidelse av prospekt, har utsteder likevel plikt til å gi potensielle investorer opplysninger som det må antas at investor trenger å kjenne til for å treffe sin investeringsbeslutning, og som det er rimelig at investor får kjennskap til. Slik opplysningsplikt er ikke lovregulert særskilt, men må anses for å følge av reglene om god forretningsskikk og alminnelig obligasjonsrett, herunder lojalitetsplikten i kontraktsforhold, hvoretter selger skal utvise redelighet mht. hvilke opplysninger som skal gis til den de inngår en kontrakt med. Dersom utsteder misligholder sin informasjonsplikt, betegnes dette gjerne som opplysningssvikt som kan resultere i erstatningspliktig ansvar.

Utover ovennevnte gjelder i tillegg selvstendige krav om at tilrettelegger skal formidle informasjon om obligasjonen og transaksjonen mv. til investor uavhengig av om transaksjonen utløser prospektplikt eller ikke, jf. verdipapirhandelloven § 10–11 og omtale under *Tilrettelegger* nedenfor.

### *Informasjonsplikt for noterte obligasjoner*

Dersom obligasjonen er notert på Oslo Børs, må selskapet straks offentliggjøre «innsideinformasjon» og oppfylle løpende informasjonsplikter, inkludert finansiell informasjon, jf. verdipapirhandelloven kapittel 5 og Oslo Børs' obligasjonsregler pkt. 3.

Med innsideinformasjon menes i korte trekk «presise opplysninger» om obligasjonen, utstederen eller andre forhold som er egnet til å påvirke kursen på obligasjonen eller tilknyttede finansielle instrumenter merkbart, og som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet. Definisjonen av innsideinformasjon er i utgangspunktet lik for aksjer og obligasjoner. Vurderingen av hva som faktisk utgjør innsideinformasjon, vil imidlertid ikke nødvendigvis være den samme, da kursrelevant informasjon for aksjer kan være alt som påvirker selskapets økonomi, mens kursrelevant informasjon om obligasjoner i hovedsak vil omhandle selskapets evne til å betale renter og avdrag på lånet. I stor grad er det forhold og informasjon som direkte eller indirekte kan påvirke låntakers kredittverdighet, finansiell informasjon og forhold som påvirker det enkelte lånet direkte som kan utgjøre informasjonspliktig innsideinformasjon. I rettspraksis er kjennskap til at noen har planer om å fremme et tilbud om kjøp av utsteder ansett som innsideinformasjon i relasjon til obligasjoner<sup>12</sup>. Typisk kan informasjon om nye lånopptak, konverteringer og reforhandlinger om nedsettelse eller ettergivelse av lån være informasjon som kan påvirke kursen på obligasjonen. Hvorvidt informasjonen utgjør innsideinformasjon, vil imidlertid alltid bero på en konkret vurdering.

Dersom obligasjonen er notert på Nordic ABM, gjelder i utgangspunktet ikke informasjonspliktene i verdipapirhandelloven, men det er fastsatt tilsvarende informasjonsplikter i ABM-reglene pkt. 3. Investor og markedet vil således ha tilgang til omtrent like mye informasjon om et lån notert på Nordic ABM som på Oslo Børs.

### *Informasjonsplikt for unoterte obligasjoner*

Obligasjonslånavevtalen fastsetter, uavhengig av om lånet eller utsteder er notert, som regel bestemte krav til at selskapet sender informasjon til obligasjonseierne ved Norsk Tillitsmann, slik som regnskaper, særlige selskapshendelser mv. Hvis selskapets aksjer er på listen til Norges Fondsmeglerforbund (OTC-listen), er selskapet pålagt å offentliggjøre informasjon om selskapet gjennom en særskilt distribusjonsavtale<sup>13</sup>. For norske selskaper kan obligasjonseierne dessuten alltid be om innsyn i årsregnskapet, jf. regnskapsloven § 8–1.

### **Tilrettelegger**

Verdipapirforetaks rolle når det gjelder obligasjoner, er i første rekke å opptre som en profesjonell mellommann mellom investorer og selskapet etter oppdrag fra utstederselskapet, og mellom investorer og børsen i annenhåndsmarkedet. Vanlige oppgaver er å lede og strukturere prosessen tilknyttet obligasjonsutstedelsen, herunder å utforme relevant dokumentasjon, ha kontakt med og formidle informasjon til potensielle investorer, organisere tegning og tildeling av obligasjoner samt forestå oppgjør. Normalt innebærer slike oppgaver ytelse av «investeringstjenester» iht. verdipapirhandelloven § 2–1, slik at tilrettelegger må ha konsesjon som verdipapirforetak, jf. verdipapirhandelloven § 9–1. Enkelte av disse oppgavene kan delvis utføres av selskapet selv eller andre rådgivere som f.eks. advokater og revisorer. Tilretteleggers oppdrag er normalt nærmere beskrevet i et mandat gitt av selskapet, og godtgjøres vanligvis i form av prosentvis honorar av totalt lånebeløp, i størrelsesorden 1–5 %.

### *Kundebeskyttelse*

I henhold til verdipapirhandelloven kapittel 10 plikter verdipapirforetak å etterleve omfattende regler om beskyttelse av sine kunder. Verdipapirforetaket er forpliktet til å kategorisere kunder som hhv. profesjonelle eller ikke-profesjonelle, og det gjelder forsterkede krav til beskyttelse av ikke-profesjonelle kunder. Med kunder av verdipapirforetaket forstås så vel obligasjonsutstederen som investorer/potensielle investorer. Særlig viktig er kravet til å utvise god forretningsskikk, herunder informasjonsplikter til investorer/potensielle investorer<sup>14</sup>, samt håndtering av interessekonflikter. Det kan reises spørsmål ved om «high-yield»-obligasjoner er for komplekse instrumenter til at de er egnet for ikke-profesjonelle investorer.

### *Informasjon og informasjonsformidling for utstedelse*

Tilrettelegger er forpliktet til å gi investor relevante opplysninger i en forståelig form om risikoen forbundet med investering i de aktuelle instrumentene slik at kunden i rimelig grad kan være i stand til å forstå risikoen. Tilrettelegger skal påse at all informasjon til kunder er korrekt, klar og ikke villedende, jf. kravet til god forretningsskikk i verdipapirhandelloven § 10–11. Tilrettelegger er således pålagt en særskilt informasjonsplikt som gjelder

9 EØS-prospekt er definert i verdipapirhandelloven § 7–7. Prospekter som ikke er EØS-prospekter, er registreringsprospekter.

10 Forordning nr. 809/2004.

11 Jf. verdipapirhandelloven § 7–10, jf. verdipapirforskriften § 7–14.

12 LG-2012–97 286 (Gulating lagmannsrett).

13 Avtale om distribusjon av selskapsinformasjon i tilknytning til Fondsmeglerenes Informasjonstjeneste AS sitt handelstøttesystem for unoterte aksjer.

14 Jf. verdipapirhandelloven § 10–11 og verdipapirforskriften kapittel 10 del III.

# Økonomisk styring og kontroll. Punktum.



(KIT) NERO Foto: Monkey Business



Finales programmer tar over der økonomisystemene stopper, og hjelper deg videre med årsregnskap, noteopplysninger, ligningsoppgaver, skatteberegning, avstemming, dokumentasjon, analyse- og nøkkeltallrapporter, prognoser, grafer, perioderapporter, konsernregnskap, avskrivninger, driftsmiddeloversikt, aksjeoversikt, kontantstrømoppstilling m.m. I tillegg valideres dataene automatisk mens du arbeider, slik at feilføringer avsløres umiddelbart. Gratis demoversjoner finner du hos [www.finale.no](http://www.finale.no).





i tillegg til og ved siden av utsteders informasjonsplikt. Informasjonsplikten innebærer også at tilrettelegger må kvalitetssikre den informasjonen som formidles til investorene. Graden og omfanget av slike undersøkelser vil bero på de konkrete omstendighetene. Dersom tilrettelegger i begrenset grad gjennomfører slik kvalitetssikring, bør det fremgå klart og tydelig slik at investor kan ta dette i betraktning i sin investeringsbeslutning. Hvis utsteder misligholder informasjons- og undersøkelsesplikten, kan tilrettelegger komme i erstatningspliktig ansvar.

Det pågår et arbeid i regi av Norges Fondsmeglerforbund for å utarbeide nye bransjeanbefalinger både for tilrettelegging av aksjer og av obligasjoner, noe som vil tydeliggjøre hvilke krav som bør stilles til tilretteleggers undersøkelser av utstederselskapene og den aktuelle transaksjonen. Anbefalingene vil trolig bli mer nyanserte ved at det eksempelvis for utstedelser/emisjoner som gjennomføres av et børsnotert selskap rettet mot profesjonelle investorer, kreves mindre av tilrettelegger, enn ved bistand til et unotert selskap med en emisjon som også rettes mot ikke-profesjonelle. Anbefalingene er ventet å foreligge i løpet av 2013.

En trend i foretaksobligasjonsmarkedet er at de store bankene i større grad satser på å være tilretteleggere i obligasjonsmarkedet. Bankene opptrer således både som långivere i den tradisjonelle bankrollen, men også som tilretteleggere av bl.a. obligasjonslån gjennom sine verdipapirforetak. Som tilrettelegger for obligasjonslån vil bankens hovedansvarliggjende være å markedsføre og selge obligasjonene til andre investorer/långivere (utenfor banken). Det kan tenkes at det oppstår interessekonflikter mellom bankens rolle som långiver og som tilrettelegger, særlig der banken allerede er långiver til en låntaker og senere tilrettelegger for et obligasjonslån til samme låntaker. Finanstilsynet har nylig kritisert en bank for ikke å ha håndtert interessekonflikten på en tilfredsstillende måte i forbindelse med at banken anbefalte kjøp av obligasjoner i et selskap som de selv var hovedbankforbindelse til, og der obligasjonslånet senere ble misligholdt. Banken må også overholde produktpakkeforskriften<sup>15</sup>, som regulerer finansinstitusjoners adgang til å tilby en tjeneste på betingelse

av at kunden samtidig skaffer seg en annen tjeneste fra finansinstitusjonen.

## Investorer

Det finnes et mangfold på investorsiden (långiverne) i foretaksobligasjonsmarkedet. Majoriteten av investorer er livforsikrings-selskaper og pensjonskasser. En trend er at også ikke-institusjonelle aktører investerer i dette markedet, særlig da gjennom obligasjonsfond og indekserte fond. Som nevnt er det investorer både fra Norge, øvrige nordiske land, USA og UK. Oslo Børs' sterke posisjon innenfor olje, offshore og shipping er en grunn til interessen hos utenlandske investorer.

## Investorplikter

Det generelle utgangspunktet er at enhver investor er ansvarlig for sine egne investeringsbeslutninger. Det forventes at investor tilegner seg nødvendig kunnskap om den aktuelle investeringen og obligasjonen. Utsteder eller tilrettelegger kan neppe bebreides for investors feilslåtte investering dersom dette skyldes forhold som måtte ha vært kjent for investor før investeringsbeslutningen ble truffet. Dette kan betegnes som kjøpers undersøkelsesplikt, som er et utslag av den alminnelige lojalitetsplikten i kontraktsforhold.

Investorer i obligasjonslån pålegges ikke, i motsetning til hva som gjelder for aksjer, investorplikter som flaggeplikt, meldeplikt som primærinnsider eller tilbudsplikt. Imidlertid vil reglene om flaggeplikt og meldeplikt som primærinnsider komme til anvendelse dersom investeringen gjelder konvertible obligasjoner etter aksjeloven/allmennaksjeloven § 11–1, da konvertible obligasjoner likestilles med rettigheter til aksjer<sup>16</sup>.

## Forbud mot innsidehandel

Dersom obligasjonslånet er notert på Oslo Børs, må investor etterleve de generelle adferdsreglene i verdipapirhandelloven kapittel 3, herunder forbudene mot innsidehandel og kursmanipulasjon samt rådgivningsforbud. Det innebærer bl.a. at investorer som har innsideinformasjon om et finansielt instrument, ikke har anledning til å tegne, kjøpe, selge eller bytte den aktuelle obligasjonen eller tilskynde (oppfordre) andre til handel. Handleforbudet inntre bare dersom slik handel innebærer misbruk av innsideinformasjon.

For obligasjonslån notert på ABM gjelder de generelle adferdsreglene i verdipapirhandelloven kapittel 3 i utgangspunktet ikke<sup>18</sup>, men det er fastsatt tilsvarende regler gjennom ABM-reglene punkt 3.3<sup>19</sup>. Verdipapirhandelloven § 3–9 om forbud mot bruk av «urimelige forretningsmetoder» og krav om å utvise «god forretnings-skikk» gjelder også for unoterte lån.

Det foreligger lite rettspraksis om misbruk av innsideinformasjon i tilknytning til obligasjonslån. Ett eksempel er en dom fra Gulating i januar 2013<sup>20</sup>, hvor en administrerende direktør i et norsk selskap notert på Oslo Børs ble dømt til betinget fengsel i 30 dager og inndragning av 50 000 kroner. Vedkommende trodde ikke at kjøp av obligasjoner var omfattet av innsideforbudet, og ervervet obligasjoner i selskapet til tross for at han var kjent med at det pågikk oppkjøpsforhandlinger.

## Norsk Tillitsmann ASA

Tillitsmannen i et obligasjonslån vil i praksis si Norsk Tillitsmann ASA («Norsk Tillitsmann»). Norsk Tillitsmann yter blant annet tjenester som mellommann for obligasjonslån. Som tillitsmann representerer Norsk Tillitsmann samtlige obligasjonseiere i et obligasjonslån og utsteder vil dermed kunne forholde seg til en kreditorrepresentant. Norsk Tillitsmann eller andre som ønsker å tilby slike tillitsmannstjenester, er ikke underlagt noen særskilt lovregulering, offentlig godkjenning eller tilsyn. Inntil Norsk Tillitsmann ble etablert i 1993, var det i hovedsak bankene som hadde rollen som tillitsmann. Etter etableringen av selskapet, som i dag i hovedsak eies av finansinstitusjoner og verdipapirforetak, er markedet konsolidert, og selskapets portefølje er opplyst å utgjøre ca. 90 % av de lånene som er registrert i Verdipapirsentralen. Norsk Tillitsmann er i dag tillitsmann for ca. 1800 obligasjonslån og 100 sertifikatlån med et samlet utestående volum på om lag 900 milliarder kroner.

Forholdet mellom partene, herunder rettigheter og plikter, er nærmere regulert i en standardisert obligasjonslåneavtale, som både utsteder og obligasjonseiere må akseptere.

I henhold til obligasjonslåneavtalen som inngås mellom utstederselskapet, Norsk

15 Jf. forskrift 1. juni 1990 nr. 429 om produktpakker mv. fastsatt i medhold av finansieringsvirksomhetsloven § 2–14.

16 Jf. verdipapirhandelloven § 4–3 (4).

17 Jf. verdipapirhandelloven § 4–2 (2).

18 Dette fordi ABM ikke er et regulert marked som definert i verdipapirhandelloven § 2–3 (3), jf. børsloven § 3 (1).

19 ABM-reglene Opptaksregler og løpende forpliktelser, versjon 10.0.

20 LG-2012–97 286.

Tillitsmann og obligasjonseierne, skal Norsk Tillitsmann følge opp obligasjonseierne rettigheter overfor utsteder, stå som innehaver av de stille sikkerhetene på vegne av obligasjonseierne og foreta nødvendig pågang og rettslige skritt vedrørende lånet.

Norsk Tillitsmann blir normalt involvert allerede ved fremforhandling av term sheet i forbindelse med utstedelse av nye obligasjonslån. Term sheet brukes som betegnelse på dokumentene hvor partene blir enige om de kommersielle betingelsene for lånet, herunder hovedvilkår og senere lånedokumentasjonen og utbetaling av lånet. Under lånets løpetid vil Tillitsmannen i noen grad overvåke utsteders overholdelse av obligasjonslånavehtalen på vegne av obligasjonseierne. Utsteder vil på sin side kunne henvende seg til tillitsmannen i forbindelse med mindre avklaringer knyttet til rettigheter og plikter under lånedokumentasjonen, ved behov for reforhandling av avtalen eller mislighold og konflikt. Utstederen kan dermed i fortrolighet drøfte ulike fremgangsmåter med tillitsmannen. Særlig i forbindelse med finanskrisen i 2008, men også de senere årene, har Norsk Tillitsmann hatt en aktiv rolle i forbindelse med mislighold, herunder tvangsinndrivelse og restrukturering av låneforhold.

Låneavtalen regulerer alle forhold i et obligasjonslån, slik som vilkår, plikter og rettigheter mellom utsteder, Norsk Tillitsmann og obligasjonseierne og obligasjonseiermøtets myndighet. Obligasjonseierne utgjør et kreditorfelleskap der flertallet kan binde mindretallet (ved simpelt flertall eller kvalifisert 2/3 flertall av møtende). Norsk Tillitsmann representerer kreditorfelleskapet og har rett til å opptre på vegne av obligasjonseierne. Obligasjonseiermøte kan godkjenne enhver endring av låneavtalen som måtte bli foreslått.

Den enkelte obligasjonseier fraskriver seg etter avtaleverket retten til selv å gjøre pågang eller å ta rettslige skritt overfor låntaker, og låntaker aksepterer på sin side at tillitsmannen kan ta slike skritt på obligasjonseierne vegne. Tillitsmannen har ikke uten videre plikt til å erklære mislighold ved et hvert brudd på låneavtalen, men kan ivareta obligasjonseierne interesser på en mindre inngripende måte om det anses hensiktsmessig. En ubetinget plikt for tillitsmannen til å erklære mislighold oppstår først ved vedtak i obligasjonseiermøtet eller ved at krav om at det skal

erklæres mislighold fremsettes skriftlig av obligasjonseiere som representerer minst 20 prosent av det utestående lånet. Selv om obligasjonseierne på denne måten kan instruere tillitsmannen, og selv om det må forutsettes at tillitsmannen i stor utstrekning er i dialog med toneangivende obligasjonseiere når det oppstår problemer i et låneforhold, ivaretar avtaleverket i betydelig grad låntakers interesse i en ordnet prosess når slike omstendigheter inntreffer.

Høyesterett og Høyesteretts ankeutvalg har ved to anledninger i 2010 fastslått at Norsk Tillitsmann har rettslig handleevne på vegne av obligasjonseierne i et obligasjonslån, herunder å opptre som part i søksmål mot en låntaker og i forbindelse med en låntakers konkurs. De norske domstolenes behandling av tillitsmannens rettslige handleevne har fått en viss internasjonal oppmerksomhet da disse spørsmålene ikke er belyst på samme måte i rettsapparatet i andre jurisdiksjoner som opererer med en tillitsmannsordning.

## Oslo Børs/Nordic ABM

Oslo Børs organiserer to ulike markedsplasser for notering av og handel i obligasjoner, hhv. Oslo Børs og Nordic Alternative Bond Market («Nordic ABM»). Valg



*FORHANDLINGER: Om investorene som mottar informasjon som ledd i en tidlig fase skulle være interesserte i å foreta en større investering i lånet, vil det kunne forhandles videre direkte med noen få investorer om term sheet.*

av markedsplass styres bl.a. av investorenes investeringsmandater.

Oslo Børs er den eneste markedsplassen i det norske markedet for obligasjoner som har konsesjon som børs og regulert marked etter børsloven § 33, jf. § 4. Noteringen av obligasjoner skjer i henhold til «Obligasjonsreglene – opptaksregler og løpende forpliktelser»<sup>21</sup>, som til dels bygger på kravene i børsloven og verdipapirhandeloven, og i tillegg inneholder enkelte ytterligere regler fastsatt av Oslo Børs (jf. *Notering* nedenfor).

Nordic ABM ble etablert i 2005 og er en selvregulerende markedsplass som driftes og administreres av Oslo Børs. Nordic ABM er en egen markedsplass som ikke er regulert og underlagt konsesjon iht. børsloven og er ikke et såkalt regulert marked<sup>22</sup>. Markedsplassen organiseres og administreres av Oslo Børs, og obligasjoner noteres og omsettes på samme måte som på Oslo Børs. Oslo Børs har fastsatt særskilte regler for opptak av obligasjoner og løpende forpliktelser på ABM, herunder informasjonsplikt, jf. «ABM-reglene – opptaksregler og løpende forpliktelser»<sup>23</sup>. Opptaksprosessen er noe enklere for notering på Nordic ABM enn for notering på Oslo Børs, bl.a. stilles det ikke krav om regnskapsrapportering iht. IFRS og det er mindre omfattende informasjonskrav. Informasjonsplikten og handelsreglene er imidlertid tilnærmet like, bl.a. for å sikre tilstrekkelig informasjon til å kunne prise obligasjonene riktig.

## Utstedelsesprosessen og kravene som stilles til obligasjonsutsteder

Det aktuelle utstederselskapet tar innledningsvis kontakt med ett eller flere verdipapirforetak for å sondere markedet med hensyn til tilgangen til obligasjonslån og på hvilke vilkår et obligasjonslån vil kunne tas opp. Verdipapirforetaket vil i denne fasen rådgi selskapet om og eventuelt hvordan et obligasjonslån kan struktureres for å ivareta utstederselskapets interesser og samtidig være salgbart til investorer.

## Term sheet-forhandlinger

Dersom selskapet på dette grunnlaget velger å gå videre, vil verdipapirforetaket utarbeide et utkast til term sheet med detaljerte vilkår, som skal danne grunn-

<sup>21</sup> Fastsatt av Oslo Børs og tilgjengelig på [www.oslobors.no](http://www.oslobors.no).

<sup>22</sup> Nordic ABM er ikke et regulert marked iht. definisjonen i børsloven § 3 første ledd.

<sup>23</sup> Fastsatt av Oslo Børs og tilgjengelig på [www.nordicabm.no](http://www.nordicabm.no).

laget for markedsføringen mot investorene og den senere lånedokumentasjonen.

Selskapet bør vurdere et slikt utkast nøye, gjerne sammen med rådgivere, for å sikre at selskapets interesser ivaretas. Det vil være begrenset anledning til å foreta ytterligere endringer senere i forbindelse med utarbeidelsen av den fullstendige lånedokumentasjonen. Alle sentrale kommersielle vilkår, og eventuelle avvik fra standardvilkårene i obligasjonslånavevtalen, må derfor uttrykkelig inkluderes i term sheet.

Utover selve prisingen av lånet og lånets løpetid vil dette særlig knytte seg til (i) om lånet skal være sikret eller usikret, og om det skal være sikret, med hvilken sikkerhet og på hvilke vilkår, (ii) om det skal være adgang til førtidig innløsning av lånet, noe som normalt vil medføre en særlig premie, og (iii) hvilke «covenants» (informasjon, positive, negative og finansielle covenants) som selskapet kan akseptere. På den ene siden vil det være viktig å sikre at selskapets handlefrihet ikke begrenses mer enn nødvendig, og særlig om dette negativt kan påvirke det som ligger innenfor selskapets kjernevirksomhet. Selskapet bør bl.a. unngå vilkår som gjør det avhengig av obligasjonseierens samtykke til relativt alminnelige disposisjoner, eller på den annen side innebærer en lav terskel for mislighold, slik at selskapet lett kommer i en mulig misligholdssituasjon og dermed blir avhengig av obligasjonseierens gunst for ikke å risikere krav om tilbakebetaling eller annet.

I forbindelse med utarbeidelsen av term sheet vil verdipapirforetaket nødvendigvis være vel så opptatt av å sikre vilkår som de vet investorene krever/ønsker, som av selskapets interesser. Det vil derfor til en viss grad være tale om forhandlinger mellom selskapet og verdipapirforetaket. Selskapet har mest kunnskap om sin virksomhet, og må sørge for å ivareta sin virksomhets interesser. Dette gjelder kanskje i særlig grad de selskapene som enten er utenlandske eller som er en del av et internasjonalt konsern, der det også må tas hensyn til en rekke utenlandske forhold og ikke minst utenlandsk lovgivning.

Under utarbeidelsen av term sheet vil det kunne være hensiktsmessig å teste vilkårene i markedet før de fastsettes endelig. Et verdipapirforetak vil derfor gjerne sende utkast til term sheet til noen få utvalgte investorer for vurdering (pre-sound). Verdipapirforetaket må i forkant ta stilling

til og vurdere hvorvidt informasjonen som gis til investor utgjør innsideinformasjon og om det er nødvendig og mulig å sette investor i innsideposisjon. For unoterte instrumenter må det vurderes om informasjonen faller inn under verdipapirhandelloven § 3–9 om «urimelige forretningsmetoder» dersom investor handler basert på informasjonen.

Om investorene som mottar informasjon som ledd i en tidlig fase skulle være interesserte i å foreta en større investering i lånet, vil det kunne forhandles videre direkte med noen få investorer om term sheet.

### Markedsføring/salg

Det endelige term sheet blir benyttet i forbindelse med investorenes videre markedsføring ved investorpresentasjoner i Norge og utlandet. Dette vil i utgangspunktet være endelig, gjerne med unntak av rentene som gjerne angis innenfor et minimum/maksimum intervall, slik at endelig rentefastsettelse kan gjøres avhengig av investorenes interesse.

Normalt utarbeider tilrettelegger i samarbeid med selskapet en investorpresentasjon som inneholder nærmere informasjon om selskapet, dets finansielle situasjon, lånebeskrivelse og aktuelle risikofaktorer. Investorpresentasjonen formidles vanligvis til potensielle investorer før tegningsperioden starter og utgjør grunnlaget for investors investeringsbeslutning. Som nevnt under *Utsteder* og *Tilrettelegger* ovenfor, har både utsteder og tilrettelegger et særskilt ansvar for å formidle korrekt og tilstrekkelig informasjon om den aktuelle obligasjonen og risikofaktorer ved investeringen til potensielle investorer.

Innsalg starter gjerne med sonderinger pr. telefon med mulige investorer (typisk eksisterende kunder). Hvis det er nye kunder, må tilrettelegger klassifisere kunden, jf. omtale under *Tilrettelegger*. Verdipapirforetaket sender investorpresentasjonen og tegningsblanketten til potensielle investorer, og tegning skjer ved enten skriftlig eller muntlig henvendelse til verdipapirforetaket. Hvis det skal utarbeides et tilbudsprospekt etter verdipapirhandelloven kapittel 7, må tilbudsprospektet offentliggjøres senest når tilbudsperioden starter<sup>24</sup>, slik at investorene har informasjonen tilgjengelig når de skal treffe investeringsbeslutningen.

### Dokumentasjon og utstedelse

Om og når lånet er fulltegnet av investorer, vil Norsk Tillitsmann på vegne av investorene overta det meste av arbeidet med ferdigstillingen av den fullstendige dokumentasjonen. Arbeidet vil primært bestå i å innarbeide de kommersielle vilkårene fra term sheet i låneavtalen. Med mindre det er gjort unntak i term sheet, gjøres i praksis få endringer av den standardiserte låneavtalen. I tillegg til låneavtalen vil det for sikrede lån inngås sikkerhetsdokumentasjon. (Norsk Tillitsmann er for øvrig ikke involvert i utarbeidelsen av investorpresentasjoner eller informasjonsmateriale fra utsteder, og foretar ingen verifikasjon av informasjonen som legges frem for investorene).

Når alle dokumenter er fremforhandlet og signert og de nærmere vilkårene for utstedelsen av lånet er oppfylt, vil verdipapirforetaket sørge for at alle investorene har/får opprettet en VPS-konto for obligasjonene, samt foretar de respektive innbetalingerne, og gjør andre nødvendige forberedelser for utstedelse i samarbeid med konføderne for utsteder og investorer for registrering av lånet i VPS, henholdsvis på utstederselskapet og investorene.

### Notering

#### *Oslo Børs*

For notering ved Oslo Børs fremgår opp-taksvilkårene av pkt. 2 i «Obligasjonsreglene – opptaksregler og løpende forpliktelser». Et grunnleggende vilkår er at obligasjonene anses å ha allmenn interesse og at det kan forventes at obligasjonen vil bli gjenstand for regelmessig omsetning. De sentrale noteringskravene for øvrig er at lånets størrelse er minimum MNOK 2, at obligasjonene er fullt innbetalt og fritt omsettelige og at de er registrert i et verdipapirregister. Det er i dag ikke krav om at det skal oppnevnes tillitsmann for obligasjonslånet, men dette er vanlig praksis. Søknad til Oslo Børs om notering av et lån skal i hovedsak inneholde informasjon om låntager og dennes virksomhet, økonomi og eierstruktur samt forskjellig dokumentasjon i tilknytning til lånet og långiverne. Notering på Oslo Børs vil som hovedregel utløse plikt til å utarbeide prospekt, jf. verdipapirhandelloven kapittel 7. Dersom låntager er gitt dispensasjon fra plikten til å utarbeide prospekt etter verdipapirhandelloven § 7–6, krever Oslo Børs at det utarbeides et lånedokument som inneholder en del opplysninger om utsteder, transaksjonen og noteringen. Notering av lån på Oslo Børs innebærer at

<sup>24</sup> Jf. verdipapirhandelloven § 7–19.





Kakuliro, Bilder, Gettyimages

*1 Askepott*  
*+*  
*\_ passende sko*  

---

*=*  

---

*Nytt og bedre liv*

Har du riktig verktøy,  
blir jobben alltid lettere!

Maestro Revisjon for deg som ønsker  
fleksible og brukervennlige løsninger

Maestro Revisjon er fleksibelt og et godt verktøy ved revisjon av små og mellomstore selskaper. Programmet er fleksibelt slik at revisor skal kunne beholde sin egenart og videreføre sin metodikk. Revisor kan selv bestemme i hvilken rekkefølge handlinger i revisjonsprosessen utføres, og programmet legger derfor ikke strenge føringer på utøvelsen av revisjonsprogrammet.

Kontakt oss på **02575** for visning og et godt tilbud!  
Mer informasjon på [www.maestro.no](http://www.maestro.no)

Lett å mestre

**maestro**  
revisjon



# Selskapsrett

utsteder forplikter seg til løpende å offentliggjøre informasjon om viktige begivenheter i selskapet («innsideinformasjon» samt andre spesifikt angitte begivenheter) og periodisk finansiell informasjon, jf. omtale i punktet Tilrettelegger.

## *Nordic ABM*

For notering ved Nordic ABM fremgår opptaksvilkårene av «ABM-reglene – opptaksregler og løpende forpliktelser» pkt. 2. Et sentralt vilkår er at obligasjonene er egnet for notering og at låntager kan gi tilstrekkelig informasjon til at markedsaktørene settes i stand til å fastsette markedsriktige kurser, samt at obligasjonene er fullt innbetalt og fritt omsettelige og registrert i et verdipapirregister.

## *Annenhåndsomsetning*

Oslo Børs driver også annenhåndsmarked gjennom å være en markeds plass for handel i noterte obligasjonslån på Oslo Børs eller den uregulerte markeds plassen Nordic ABM. Handelen skjer gjennom handelssystemet Millennium. Handelen foregår ved at meglere, som må ha medlemskap på Oslo Børs eller Nordic ABM, melder inn sluttede handler på vegne av

sine kunder. Investorer må således kontakte et verdipapirforetak med børsmedlemskap for å kunne handle i obligasjoner notert på Oslo Børs. Kunden må også få opprettet en VPS-konto som viser beholdningen av obligasjoner (og aksjer mv.) til enhver tid. Obligasjonskurser offentliggjøres daglig på Oslo Børs hjemmeside og i deler av dagspressen.

## **Lånets løpetid**

I lånets løpetid kan det bli aktuelt å be Norsk Tillitsmann, eller om nødvendig obligasjonseierne, om endringer i avtalen, jf. omtale under *Norsk Tillitsmann*.

Norsk Tillitsmann har etter standardavtalen fullmakt til å beslutte mindre avvik og endringer i avtalen, mens mer vesentlige endringer og alle endringer vedrørende renter, løpetid mv. må vedtas av obligasjonseiermøtet, enten ved simpelt eller kvalifisert flertall (2/3).

Under lånets løpetid er det viktig at utsteder overholder sin plikt til å informere markedet om innsideinformasjon og finansiell informasjon, jf. omtale under *Tilrettelegger*.

## **Mislighold/restrukturering**

En relativt stor andel av «high yield»-lånene har vært misligholdt de siste årene blant annet som følge av finanskrisen. Noen av misligholdene har resultert i restrukturering av selskapene. I en restrukturerings situasjon vil obligasjonseierne i likhet med andre kreditorer i utgangspunktet stå sterkere enn aksjonærene, og kan også ende opp som aksjonærer ved konvertering av obligasjonslån til aksjer, helt eller delvis. Pantesikrede obligasjonslån vil nødvendigvis stå sterkere enn de usikrede obligasjonseierne og enkelte utstedere har flere obligasjonslån med ulik grad av sikkerhet, eller uten sikkerhet, slik at det blir flere klasser av obligasjonseiere som må fremforhandle løsninger med selskapet, dets aksjonærer, andre kreditorer og eventuelle nye investorer, långivere eller andre interessenter. Dette kan resultere i svært omfattende og kompliserte transaksjoner.

Artikkelforfatterne ønsker å rette en takk til Thomas Berge, Head of legal & Compliance, i Arctic Securities som har lest gjennom artikkelen og kommet med gode innspill.



*GRUNNLEGGENDE: Et grunnleggende vilkår for notering på Oslo Børs er at obligasjonene anses å ha allmenn interesse og at det kan forventes at obligasjonen vil bli gjenstand for regelmessig omsetning.*