



Finansdepartementet
Postboks 8008 Dep
0030 OSLO

Saksbehandler: Lars Ove Hagset
Dir. tlf.: 22 93 97 35
Vår referanse: 09/12327
Deres referanse:
Arkivkode: 405
Dato: 24.11.2009

TILLITSMENN FOR OBLIGASJONSLÅN - BEHOV FOR Å FASTSETTE REGLER OM SØKSMÅLSKOMPETANSE M.V

1. Innledning

Kredittilsynet har i brev fra Finansdepartementet 05.11.09 fått i oppdrag å vurdere behovet for regelverksendring for å sikre tillitsmenn for obligasjonslån søksmålskompetanse i saker som gjelder låneavtaler og tilknyttede avtaler. Departementet har også bedt Kredittilsynet å vurdere et konkret forslag til forskriftsendring fra Norsk Tillitsmann ASA, jf brev datert 27.10.09 (se vedlegg 1), og dessuten utarbeide alternativt utkast til bestemmelser i lov. Saken ble behandlet av Kredittilsynets styre i møte 24.11.09.

Bakgrunnen for saken er Borgarting lagmannsretts kjennelse 30.09.09 hvor retten kom til at Norsk Tillitsmann ASA ikke har søksmålskompetanse for domstolene der tillitsmannen representerer obligasjonseiere i søksmål mot obligasjonsutsteder. Kjennelsen kan få stor negativ betydning for det norske obligasjonsmarkedet utover den konkrete saken, og vil i praksis kunne føre til at obligasjonseiere som er organisert gjennom en tillitsmann ikke vil kunne håndheve sine kreditorrettigheter idet obligasjonseierne gjennom låneavtalene er avskåret fra å gå direkte på låntaker/ utsteder.

Selv om Borgarting lagmannsretts kjennelse er påkjært til Høyesterett og derfor ikke rettskraftig, har avgjørelsen skapt usikkerhet om søksmålskompetansen til tillitsmenn som representerer obligasjonseiere. At det råder usikkerhet om en så viktig forutsetning for den etablerte ordningen med tillitsmann i det norske obligasjonsmarkedet, svekker tilliten til og funksjonaliteten i obligasjonsmarkedet. Kredittilsynet mener det er viktig å få gjenopprettet situasjonen så snart som mulig, slik at obligasjonsmarkedet kan fungere best mulig som kapitalkilde. For å unngå fremtidig usikkerhet og nye prosesser om tillitsmannens adgang til å representere obligasjonseierne ved søksmål, antar Kredittilsynet at det vil være behov for regulering uavhengig av utfallet av Høyesteretts behandling i den konkrete saken.

I pkt 2 nedenfor går det nærmere inn på behovet for regelverksendring. I pkt 3 og 4 behandles forslaget til forskriftsendring fra Norsk Tillitsmann ASA og alternativt forslag til lovregulering. Som det fremgår i punkt 3 er det svakheter ved selve forskriftshjemmelen i § 5-10 fjerde ledd, og da særlig med hensyn til rekkevidde.

På grunn av den tid som Kredittilsynet har hatt til rådighet i denne saken gjøres det oppmerksom på at det ikke har vært mulig å gå inn i alle problemstillinger saken reiser.

2. Behovet for regelverksendring – kort om obligasjonsmarkedets funksjon, størrelse og tillitsmannens rolle

Obligasjonsmarkedet¹ utgjør en viktig del av finansmarkedet i Norge, og fungerer som en betydelig finansieringskilde for både offentlige og private låntakere. I tillegg benyttes obligasjonsmarkedet som plasseringsalternativ, og har her særlig betydning for store institusjonelle investorer.

I vedlegg 2 følger en samlet oversikt over nominell beholdning av obligasjoner og sertifikater registrert i Verdipapirsentralen ASA ("VPS") pr 30.10.09. Oversikten viser også låntakere og investorer fordelt på sektorer. Pr 30.10.09 var det totalt registrert sertifikater og obligasjoner til en nominell verdi på ca 1.558 milliarder kroner. Utstedelser notert på Oslo Børs og Alternative Bond Market har en nominell verdi på i underkant av 700 milliarder kroner. Dette beløpet fordeler seg på 461 utstedelser med en nominell verdi på ca 477 milliarder kroner på Oslo Børs, og 529 utstedelser med en samlet nominell verdi på ca 217 milliarder kroner på Alternative Bond Market. Av de utstedelser som noteres er det en stigende andel som ikke noteres på Oslo Børs. Kredittilsynet har ikke tilgang til informasjon om norske utstederes lån registrert i utenlandske verdipapirregistre og lån notert på utenlandske markedsplasser.

Tidligere var den norske stat den største utstederen av obligasjonslån i Norge. I dag utgjør finansinstitusjoner den største enkeltstående sektoren med et utestående volum på ca 647 milliarder kroner. I de senere årene har flere industribedrifter, særlig innenfor offshore og shipping, benyttet seg av obligasjonsmarkedet som finansieringskilde. Kategorien handel og industri har nå til sammen lån for ca 137 milliarder kroner i obligasjoner (registrert i VPS). I tillegg har obligasjonsmarkedet en indirekte betydning som finansieringskilde ved at finansinstitusjoner henter finansiering gjennom obligasjonsmarkedet, og låner videre til privat sektor.

Som plasseringsalternativ viser oversikten fra VPS at både stats- og trygdeforvaltningen, livsforsikringsselskap, private pensjonskasser og verdipapirfond i betydelig utstrekning plasserer midler i det norske obligasjonsmarkedet. I 2008 hadde Folketrygdfondet som enkeltinvestor en andel på nærmere 5 prosent av det norske obligasjonsmarkedet, jf Folketrygdfondets årsrapport for 2008.

Kredittilsynet vil også trekke frem at offentlige tiltak som er satt i verk for å bedre situasjonen i finansmarkedene skal virke i obligasjonsmarkedet. Blant annet ble Statens obligasjonsfond etablert som tiltak for å bedre likviditeten og kapitaltilgangen i kredittobligasjonsmarkedet, jf lov 6. mars 2009 nr 13 om Statens Obligasjonsfond. Folketrygdfondet har fått overført som innskudd 50 milliarder kroner som skal plasseres i rentebærende instrumenter hvor utstederne er hjemmehørende i Norge.

Tillitsmannsfunksjonen er av vesentlig betydning for ivaretagelsen av obligasjonseierens interesser, og et viktig bidrag til å opprettholde et effektivt og velfungerende obligasjonsmarked. Betydningen av denne funksjonen er særlig sterkt fremtredende i et marked som er utsatt for stress, hvor tillitsmannens oppgaver knyttet til reforhandlinger og krisehåndtering aktualiseres.

I følge Norsk Tillitsmann ASA er om lag 95 prosent av norske obligasjonsutstedelser som er gjenstand for handel organisert gjennom en tillitsmann, i all hovedsak ved Norsk Tillitsmann

¹ Obligasjonsmarkeder benyttes som fellesbetegnelse for både sertifikatmarkedet (lån med kortere løpetid enn ett år) og obligasjonsmarkedet.

ASA. Kredittilsynet er ikke kjent med andre institusjoner som opererer som tillitsmann i det norske markedet.

Tillitsmannen ivaretar långivernes kreditorrettigheter overfor låntaker. For en nærmere beskrivelse av tillitsmannens rolle i det norske obligasjonsmarkedet vises det til pkt 2 i brevet fra Norsk Tillitsmann ASA, herunder også om hvordan låneavtalene er utformet og om obligasjonene.

Dersom ikke tillitsmannen kan forfølge krav på vegne av obligasjonseierne, vil obligasjonseierne i eksisterende låneavtaler kunne stå uten mulighet til å forfølge sine krav rettslig. Prinsippet om obligasjonseierens anonymitet betyr dessuten at låntaker normalt ikke vil kunne rette krav mot den enkelte långiver (långiverne er normalt ikke kjent for låntaker).

Obligasjonsmarkedet vil ikke kunne fungere tilstrekkelig effektivt og tillitvekkende dersom partene i låneavtaler er avskåret fra å benytte det alminnelige rettsapparatet for å forfølge krav. Dette vil ikke bare svekke funksjonaliteten i de eksisterende låneavtaler, men også muligheten til å etablere finansiering gjennom nye og effektive låneavtaler. En slik svekkelse av obligasjonsmarkedet vil også kunne få uheldige ringvirkninger i finansmarkedet for øvrig.

Kredittilsynet vil for øvrig legge til at annet regelverk synes å bygge på en forutsetning om at tillitsmenn i obligasjonsmarkedet kan opptre på vegne av obligasjonseierne i søksmål, jf lov om finansiell sikkerhetsstillelse.

Obligasjonsmarkedet slik det har vært organisert i Norge med tillitsmannen som samordner og ivaretar obligasjonseierens rettigheter har en rekke fordeler både for låntaker og långiver. Det vises her til pkt 2 i brevet fra Norsk Tillitsmann ASA, som Kredittilsynet slutter seg til. Kredittilsynet mener at den uklarheten som nå har oppstått bør rettes opp i form av en regelverksendring som gir tillitsmannen uttrykkelig søksmålskompetanse i samsvar med forutsetningene i eksisterende låneavtaler.

3. Vurdering av forslaget om forskriftsregulering

Norsk Tillitsmann ASA har foreslått at det fastsettes forskriftsbestemmelse med hjemmel i verdipapirhandelloven § 5-10 fjerde ledd. Bestemmelsen lyder som følger:

§ 5-10 Informasjon til långivere mv.

(4) Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om at en låntager skal utpeke et foretak som sin representant som långiverne skal kunne utøve sine finansielle rettigheter gjennom, herunder om hvilke foretak som kan benyttes som representant og hva som anses som finansielle rettigheter.

Bestemmelsen er plassert i verdipapirhandelloven kapittel 5, som regulerer utstederforetaks løpende og periodiske informasjonsplikt overfor markedet og investorene m.v. Kapitlet er i all hovedsak en gjennomføring av rapporteringsdirektivet (Direktiv 2004/109). Bestemmelsen har et videre formål enn å legge til rette for effektiv informasjons fra låntaker til långiver, og inneholder ikke bare informasjonsregler, men også regler av annen karakter, herunder regler for utøvelse av eierbeføyelser.

Etter verdipapirhandelloven § 5-4 første ledd gjelder § 5-10 fjerde ledd for utstedere som har omsettelige verdipapirer opptatt til handel på regulert marked. Forskriftshjemmelen dekker ikke unoterte lån. Kredittilsynet legger til grunn at begrepet regulert marked må forstås i samsvar med definisjonen i lov om regulerte markeder § 3 første ledd, som gjennomfører MiFID (direktiv 2004/39) artikkel 4 nr. 14.

Kredittilsynet legger til grunn at obligasjons- og sertifikatlån som utelukkende er notert på Oslo Børs' Alternative Bond Market ("ABM") ikke vil kunne omfattes av forskriftsbestemmelser i medhold av denne paragrafen.

Som beskrevet under pkt 2.1 er det bare en begrenset andel av obligasjonslånene som er opptatt til handel på regulert marked. En effektiv regulering forutsetter at samtlige obligasjon og sertifikatlån i det norske markedet omfattes. Dette innebærer at både lån som er opptatt til handel på regulert marked, notert på ABM og de som utelukkende er registrert i VPS må omfattes. Etter Kredittilsynets vurdering vil ikke forskrifter fastsatt med hjemmel i verdipapirhandelloven § 5-10 fjerde ledd kunne utgjøre en slik effektiv regulering.

Det fremstår for øvrig som noe uklart om § 5-10 fjerde ledd gir hjemmel til å fastsette forskrift om søksmålskompetanse for tillitsmann for obligasjonslån. Spørsmålet er ikke omtalt i forarbeidene. Bestemmelsen gir hjemmel til å regulere utøvelsen av långivernes finansielle rettigheter. Det gis ikke nærmere holdepunkter i loven for hva som ligger i begrepet finansielle rettigheter, og rapporteringsdirektivet artikkel 18 gir heller ikke veiledning. Det er imidlertid naturlig å anse retten til tilbakebetaling av lånet, herunder realisering av eventuelle sikkerhetsstillelser, som et sentralt element i denne sammenheng. I mangel av frivillig oppfyllelse fra låntakers side vil det kunne bli nødvendig å foreta rettslige skritt, herunder realisering av pant, begjæring om konkurs og inndrivelse av garantiansvar. Adgangen til å foreta ulike rettslige skritt er dermed en naturlig del av utøvelsen av långivernes finansielle rettigheter. Dett kan derfor synes at søksmålskompetanse i prinsippet kan reguleres med hjemmel i denne bestemmelsen.

Som en følge av forskriftshjemmelens begrensede anvendelsesområde, foreslår Kredittilsynet at det ikke fastsettes forskrift som foreslått av Norsk Tillitsmann. Forskriften ville bare kunne regulere tillitsmannens søksmålskompetanse i forhold til utstedelser som er opptatt til handel på regulert marked. Dette innebærer blant annet at forskriften ikke vil kunne komme til anvendelse for låneavtalen i den sak som omhandlet i Borgarting Lagmannsretts kjennelse 30.09.09. Denne utstedelsen er etter det Kredittilsynet har fått opplyst ikke opptatt til handel på regulert marked. Etter Kredittilsynets vurdering må tillitsmannens søksmålskompetanse reguleres ved ny lovbestemmelse.

4. Alternativt utkast til bestemmelse i lov som vil sikre tillitsmenn for obligasjonslån søksmålskompetanse

Norsk Tillitsmann ASA har foreslått en konkret forskriftsbestemmelse for å gi obligasjonseiernes representant søksmålskompetanse. Bestemmelsen er inntatt på side 20 i brevet fra Norsk Tillitsmann ASA. Forslaget er generelt utformet. Det oppstilles ikke andre krav til hvem som kan være långivernes representant enn at det er et foretak som i avtale med låntaker er utpekt som representant for långiverne. Deretter følger noen nærmere kriterier om låneforholdet.

Det kunne vært hensiktsmessig med en nærmere ramme for hvilke foretak som kan inneha funksjonen som tillitsmann i obligasjonsmarkedet. Det kan argumenteres for at det for eksempel skal oppstilles visse minstekrav til organisering, kompetanse og kapitalisering og av denne type foretak. Ved utførelsen av de avtalefestede oppgaver vil tillitsmannen kunne pådra seg forpliktelser overfor både låntager og långivere. Ved søksmål vil tillitsmannen kunne bli ansvarlig for saksomkostninger overfor låntager. Dette kan tale for at det bør gjelde visse minimumskrav til tillitsmannens egenkapital. Hensynet til å sikre tillitsmannens uavhengighet, og motvirke at enkeltaktører får for sterk innflytelse over tillitsmannen, kan tale for at det innføres eierbegrensingsregler i tråd med de regler som gjelder for andre infrastrukturforetak i det norske finansmarkedet.

Kredittilsynet har vurdert om det i denne omgang bør foreslås nærmere krav til hvilke foretak som kan opptre som tillitsmann, herunder krav til organisering og regulering av tillitsmannens

virksomhet. En måte å kvalifisere foretakene på vil kunne være å innføre krav om særskilt tillatelse eller godkjenning for å drive virksomhet som tillitsmann. De foretak som driver denne type virksomhet ville på denne måten kunne underlegges tilsyn og kontroll av offentlig myndighet.

Etter Kredittilsynets vurdering er det ikke tilstrekkelige tungveiende grunner til å foreslå en slik regulering av tillitsmannsfunksjonen i forbindelse med den situasjonen i obligasjonsmarkedet som nå raskt bør søkes avhjulpet. Obligasjonsmarkedet har slik det er organisert i Norge inntil nå fungert tilfredsstillende. Obligasjonsmarkedet preges av profesjonelle aktører og partene har funnet frem til smidige og effektive løsninger gjennom avtaleregulering.

Uten påviste konkrete svakheter ved det systemet som er etablert, bør det utvises varsomhet med å innføre ytterligere regulering som blant annet vil kunne medføre økte kostnader. Kredittilsynet anbefaler derfor at det på det nåværende tidspunkt ikke innføres krav om tillatelse til å drive virksomhet som tillitsmann. Slik regulering bør ikke gjennomføres med mindre det er foretatt en grundigere utredning av behov og konsekvenser enn det som har vært mulig i denne omgang. Dersom markedet skulle endre seg, eller svakheter ved dagens ordning avdekkes, vil en måtte revurdere behovet for regulering av tillitsmannsfunksjonen.

Som drøftet under pkt 2 er det behov for å sikre at tillitsmannen har aktiv og passiv søksmålskompetanse i saker som angår de enkelte låneavtaler og tilknyttede avtaler. Etter Kredittilsynets vurdering er Norsk Tillitsmann ASAs forslag til forskriftsbestemmelse at godt utgangspunkt for reguleringen, og Kredittilsynet tiltrer for det alt vesentlige den begrunnelse og redegjørelse for de enkelte elementer i forslaget som redegjort for av Norsk Tillitsmann ASA i pkt 7.2, herunder drøftelsene av problemstillingene om rettskraft, litispensens og habilitet.

Forslag til lovregulering:

I tråd med ovennevnte foreslår Kredittilsynet følgende bestemmelser i verdipapirhandelloven:

Kapittel 5a Søksmålsadgang for tillitsmann for obligasjonslån mv.

§ 5a-1 Søksmålskompetanse for tillitsmann for obligasjonslån mv.

Foretak som i avtale med låntager er utpekt som representant for långiverne (tillitsmann for obligasjonslån mv), kan saksøke og saksøkes med bindende virkning for alle långiverne som er omfattet av låneavtalen i saker som gjelder låneavtalen og tilknyttede avtaler, dersom:

- (1) långiverne etter låneavtalen er avskåret fra å fremme kravet på egen hånd, og
- (2) låneavtalen gjelder utstedelse av omsettelige verdipapirer som nevnt i verdipapirhandelloven § 2-2 annet ledd nr. 2 og som er registrert i verdipapirregister underlagt tilsyn i et EØS-land.

For Kredittilsynet


Eirik Bunæs
avdelingsdirektør


Britt Hjellegjerde
seksjonssjef

- Vedlegg:
1. Brev fra Norsk Tillitsmann ASA datert 27.10.09
 2. Statistikk fra Verdipapirsentralen ASA over låntakere og investorer i henholdsvis obligasjon og sertifikatmarkedet pr 30.10.09

SEKTORSTATISTIKK FOR
OBLIGASJONER REGISTRERT I VPS
INVESTORENES PLASSERING PR.
LANEGRUPPERING BASERT PÅ
NOMINELL BEHOLDNING PR. 30.10.2009

INVESTORSEKTOR	LANEGRUPPERING									TOTALSUM	
	1 : STATEN	2 : STATSGARANTERTE	3 : FYLKER OG KOMMUNER	4 : BANK OG FORSIKRING	5 : KREDITTFORETAK	6 : HANDEL OG INDUSTRI	9 : ØVRIGE	SUM NOK	%	SUM NOK	%
Stats- og trygdeforvaltningen	16 683	8,4								16 683	8,4
Forretningsbanker inkl. Postbanken	2 272	1,1	142	3,3	2 759	4,5	15 272	5,5	43 670	11,8	2 272
Sparebanker	707	0,4	776	18	7 676	12,5	39 386	14,1	27 907	7,6	707
Kreditforetak					3	0	5 977	2,1	14 581	4	
Finansieringsselskaper											
Verdipapirfond	4 972	2,5			3 527	5,8	65 844	23,5	8 683	2,4	4 972
Andre finansielle foretak ekskl. hjelpeforetak	180	0,1			89	0,1	1 613	0,6	396	0,1	180
Livsforsikr./Priv.pensjonskasser	43 879	22	3 237	75,1	33 927	55,3	86 655	31	26 446	7,2	43 879
Skadeforsikringselskaper	2 638	1,3	75	1,7	2 332	3,8	13 404	4,8	1 214	0,3	2 638
Finansielle hjelpeforetak	16	0			183	0,3	1 896	0,7	129	0	16
Fylkeskommuner					168	0,1					
Kommuner	469	0,2			1 893	3,1	9 566	3,4	1 050	0,3	469
Statens forretningsdrift					8	0					
Statlig eide foretak	38	0	3	0,1	45	0,1	302	0,1	48	0	38
Statforetak(SF)	5	0			38	0,1	110	0	45	0	5
Kommunal forretningsdrift					37	0,1	155	0,1	50	0	
Selvstendige kommuneforetak			10	0,2	3 521	5,7	330	0,1	94	0	
Private selskaper med begrenset ansvar(aksjeselskaper mv.)	2 040	1	28	0,6	1 762	2,9	9 809	3,5	1 560	0,4	2 040
Private ikke-forretningsmessige produsentorienterte inst.	198	0,1	20	0,5	320	0,5	383	0,1	32	0	198
Personlige foretak mv.	25	0					37	0	2	0	25
Private ikke forr.messige konsumentorienterte inst.	349	0,2	7	0,2	499	0,8	4 467	1,6	463	0,1	349
Personlig næringsdrivende							2	0			
Lønnsstager, pensjonister, trygdede, student er o.a.	432	0,2			130	0,2	2 565	0,9	117	0	432
Utenlandske sektorer i alt	124 155	62,4	12	0,3	839	1,4	6 678	2,4	2 305	0,6	124 155
Ukjent sektor	0	0			0	0	77	0	3	0	0
TOTALSUM	199 056	100	4 310	100	61 315	100	279 802	100	368 635	100	199 056

INVESTORGRUPPERINGEN ER DANNET
PÅ GRUNNLAG AV SEKTORKODER
TILDELT AV SSB
OBLIGASJONSLAN I UTENLANDSK
VALUTA ER OMREGNET TIL NORSKE
KRONER. ALLE BELØP I MILLIONER NOK

SEKTORSTATISTIKK FOR SERTIFIKATER
 REGISTRERT I VPS
 INVESTORENES Plassering PR.
 LANETYPPE BASERT PÅ NOMINELL
 BEHOLDNING PR. 30.10.2009

INVESTORSEKTOR	LANETYPPE										TOTALSUM	
	1 : STATTSERTIFIKAT		2 : LÅNESERTIFIKAT		4 : BANKSERTIFIKAT		5 : KREDITTSERTIFIKAT		SUM NOK	%	SUM NOK	%
Stats- og trygdeforvaltningen	22 600	7,6	1 234	2,6						23 834	6,7	
Forretningsbanker inkl. Postbanken	44 758	15	6 064	12,7	195	1,7	391	38,5	51 408	14,4		
Sparebanker	88 430	29,7	7 579	15,9	1 285	11,2	10	1	97 304	27,2		
Kreditforetak	3 450	1,2	515	1,1	11	0,1			3 976	1,1		
Verdipapirfond	5 751	1,9	14 130	29,6	4 942	43	244	24	25 066	7		
Andre finansielle foretak ekskl. hjelpeforetak	910	0,3	140	0,3	143	1,2			1 192	0,3		
Livsforsikr./Priv.pensjonskasser	14 855	5	6 753	14,2	3 136	27,3	48	4,7	24 792	6,9		
Skadeforsikringselskaper	9 844	3,3	2 417	5,1	1 031	9	60	5,9	13 352	3,7		
Finansielle hjelpeforetak	3 988	1,3	117	0,2	41	0,4	25	2,5	4 171	1,2		
Fylkeskommuner			1	0					1	0		
Kommuner	113	0	15	0	29	0,3			157	0		
Statlig eide foretak	2 008	0,7	2 885	6,1	40	0,3			4 933	1,4		
Statsforetak(SF)			10	0					10	0		
Kommunal forretningsdrift					1	0			1	0		
Selvstendige kommuneforetak			325	0,7					325	0,1		
Private selskaper med begrenset ansvar(faksjeselskaper mv.)	631	0,2	1 913	4	294	2,6	227	22,4	3 065	0,9		
Private ikke-forretningsmessige produsentorienterte inst.					16	0,1			16	0		
Personlige foretak mv.	3	0							3	0		
Private ikke forr.messige konsumentorienterte inst.	136	0	147	0,3	94	0,8			377	0,1		
Lønstagere,pensjonister,trygdede,student er o.a.	8	0	5	0	9	0,1			22	0		
Utenlandske sektorer i alt	100 145	33,6	3 409	7,2	214	1,9	10	1	103 778	29		
Ukjent sektor					0	0			0	0		
TOTALSUM	297 628	100	47 658	100	11 480	100	1 015	100	357 781	100		

INVESTORGRUPPERINGEN ER DANNET
 PÅ GRUNNLAG AV SEKTORKODER
 TILDELT AV SSB
 SERTIFIKATSLAN I UTENLANDSK
 VALUTA ER OMREGNET TIL NORSKE
 KRONER. ALLE BELØP I MILLIONER NOK