



DOMMANNIN REU

NY PRAKSIS: KRAV OM PENGEINSTITUTTILLADELSE TIL UDSTEDERE AF ERHVERVS OblIGATIONER

Erhvervsankenævnet har ved to kendelser den 17. september 2008 stadfæstet, og i to henseender modificeret, Finanstilsynets praksis for, hvornår udstedere af erhvervsobligationer anses at udøve pengeinstitutvirksomhed og derfor skal have tilladelse hertil efter lov om finansiel virksomhed § 7, stk. 1 og stk. 3.

Lov om finansiel virksomhed ("FIL") § 7, stk. 1 stiller krav om at:

"Virksomheder, der udøver virksomhed, som består i fra offentligheden at modtage indlån eller andre midler, der skal tilbagebetales, samt i at yde lån for egen regning, dog ikke på grundlag af udstedelse af realkreditobligationer, jf. § 8, stk. 3, skal have tilladelse som pengeinstitut. [...]"

Det er bredt antaget, at begrebet "andre midler, der skal tilbagebetales" omfatter obligationer. For at virksomheder, der udsteder erhvervsobligationer til at finansiere deres primære drift, ikke underkastes et krav om tilladelse som pengeinstitut, fastsætter FIL § 7, stk. 3, 2. pkt., at:

"Virksomheder, der ikke modtager indlån fra offentligheden, kan modtage andre midler, der skal tilbagebetales, såfremt denne virksomhed eller udlånsvirksomhed ikke er en væsentlig del af virksomhedens drift."

Baggrund

Der er gennem en årrække blevet oprettet selskaber, hvis primære formål har været ved udstedelse af obligationer og videreudlån af provenuet herfra, at

finansiere opkøb af forskellige aktiver, ofte fast ejendom, gennem forskellige selskabsstrukturer. Disse obligationsudstedere ("Obligationsudstederne") har ikke været underlagt nogen form for finansielt tilsyn.

I en afgørelse af 24. februar 2006 tog Finanstilsynet imidlertid stilling til en sag vedrørende en Obligationsudsteder. Finanstilsynet fandt, at Obligationsudstederen i kraft af udstedelsen af obligationer:

- (i) havde modtaget midler, der skulle tilbagebetales,
- (ii) havde modtaget midlerne fra offentligheden, og
- (iii) foretog udlån af de modtagne midler. Finanstilsynet fandt imidlertid ikke i den konkrete sag,
- (iv) at obligationsudstedelsen udgjorde en væsentlig del af Obligationsudstederens drift.

Obligationsudstederen skulle derfor i den konkrete sag ikke have tilladelse som pengeinstitut efter FIL § 7, stk. 1 for at kunne udstede obligationerne.

I flere andre sager har Finanstilsynet fundet, at alle fire betingelser var opfyldt, hvorfor der blev stillet krav om, at Obligationsudstederen skulle have tilladelse som pengeinstitut.

Pengeinstituttiladelse forudsætter stor kapitalbinding

Et krav om tilladelse som pengeinstitut vil for en typisk Obligationsudsteder være ensbetydende med, at Obligationsudstederens forudsatte forretningsmodel ikke lader sig gennemføre. En pengeinstituttiladelse fordrer, at pengeinstituttet skal overholde en lang række juridiske og økonomiske krav i FIL og kommer under tilsyn af Finanstilsynet. Blandt andet skal pengeinstitutter have en aktiekapital på mindst 8 millioner euro på tilladelsestidspunktet, en solvens på mindst 8 % af de risikovægtede poster og et nærmere defineret likviditetsberedskab. Disse krav vil typisk kræve en betydeligt større kapitalbinding i sel-

skabet end forudsat i forretningsmodellen. Desuden stilles en række krav til selskabets organisatoriske opbygning, som ikke vil kunne overholdes i et special purpose vehicle, bl.a. fordi der ofte ikke vil være andre ansatte end direktionen.

Finanstilsynets vejledning

Den 30. oktober 2007 udsendte Finanstilsynet en vejledende udtalelse ("Vejledningen"), hvor Finanstilsynet på baggrund af sin eksisterende praksis gav mere generel vejledning om, hvornår Obligationsudstederne kunne forventes at ville blive omfattet af krav om pengeinstituttiladelse. Vejledningen fastholder overordnet set de fire kriterier fra afgørelsen af 24. februar 2006, der er citeret ovenfor.

DE NYE KENDELSER: STADFÆSTELSE OG TO MODIFIKATIONER

I Vejledningen behandler Finanstilsynet bl.a. fire forhold, som er blevet påkendt af Erhvervsankenævnet i de to kendelser af 17. september 2008 (j.nr. 2007-0012183 og j.nr. 2007-0011800), nemlig om:

1. en Obligationsudsteder alene bliver omfattet af kravet om Pengeinstituttiladelse, hvis der foretages kontinuerlig udstedelse af obligationer,
2. vurderingen af, om obligationsudstedelsen udgør en væsentlig del af driften, kan tage hensyn til, at provenuet videreudlånes til koncernselskaber, og vurderingen derfor også skal inddrage, om obligationsudstedelsen udgør en væsentlig del af koncernselskabernes drift eller alene skal ses i forhold til Obligationsudstederen,
3. der altid anses at ske modtagelse af midler fra offentligheden, hvis obligationsudstedelsen børsnoteres, og
4. spørgsmålet om, hvad der udgør en væsentlig del af Obligationsudstederens aktiviteter, kan afgøres ved at se på, hvor stor en del af passiverne obligationsudstedelsen udgør.

Ikke krav om "kontinuerlig udstedelse"

Erhvervsankenævnet tiltræder, at der ikke stilles krav om "kontinuerlig udstedelse" for at blive omfattet af tilladelseskravet, med den begrundelse, at det modsatte resultat ville give mulighed for at omgå reglerne ved at strukturere udstedelserne som enkeltstående udstedelser i flere selskaber i stedet for flere udstedelser i samme selskab. Der kan sættes spørgsmålstegn ved, om det er rigtigt, at Erhvervsankenævnet helt ser bort fra det fortolkningsbidrag, der ligger i begrebet "kontinuerlig udstedelse" i præamblen til kreditinstitutdirektivet. I andre lande, f.eks. Sverige, har man da også valgt at fortolke national ret i overensstemmelse med et krav om "kontinuerlig udstedelse". Ved afgørelsen af, i hvilket land udsteder anses for at udøve virksomhed, vil der formentlig blive anlagt en helhedsbetragtning, men det må forventes at have betydning, hvor udsteder er inkorporeret og har hjemsted, samt hvor obligationerne udbydes. (j.nr. 2007-0011800)

"Væsentlig del af driften"

i forhold til koncernen eller udstederen?

Erhvervsankenævnet tog i den ene kendelse stilling til, om det kunne inddrages i vurderingen af, om obligationsudstedelsen udgjorde en "væsentlig del af driften", at provenuet videreudlåntes til koncernselskaber. Spørgsmålet var således, om vurderingen også skulle inddrage, om obligationsudstedelsen udgjorde en væsentlig del af koncernselskabernes drift, eller alene skulle ses i forhold til Obligationsudstederen.

Erhvervsankenævnet fandt her, at vurderingen alene skal ses i forhold til Obligationsudstederen, idet tilladelseskravet i FIL § 7, stk. 1 gælder den enkelte virksomhed og ikke koncernen. Afgørelsen kan derfor begrænse visse former for koncernintern finansiering og securitisation ved brug af special purpose vehicles, idet der tilsyneladende ikke efterlades mu-

lighed for en konkret vurdering. Dette resultat er ikke nødvendigvis hensigtsmæssigt. Kendelsen stadfæster Finanstilsynets praksis som udtrykt i Vejledningen (j.nr. 2007-0011800).

Altid modtagelse af midler "fra offentligheden" hvis obligationsudstedelsen børsnoteres?

Erhvervsankenævnet fandt ikke i den konkrete sag, hvor obligationsudstedelsen var købt af to navngivne banker til egenbeholdningen, at der var sket modtagelse af midler "fra offentligheden", uanset at obligationsudstedelsen blev børsnoteret. Køberne havde udtrykt en intention om, men havde ikke forpligtet sig til, at beholde obligationerne til udløb. Kendelsen modificerer Finanstilsynets praksis som udtrykt i Vejledningen, idet der således ikke automatisk foreligger en modtagelse af midler "fra offentligheden", blot fordi udstedelsen børsnoteres. Udsteder i sagen skulle derfor ikke have tilladelse som pengeinstitut. Afgørelsen tager ikke stilling til, om en obligationsudstedelse med stykstørrelser af et sådant beløb, at udstedelsen reelt ikke er tilgængelig for privatinvestorer, vil medføre, at udstedelsen ikke anses for at udgøre en modtagelse af midler fra offentligheden (j.nr. 2007-0012183).

"Væsentlig del" af passiverne eller helhedsvurdering?

Vejledningen opstiller den formodningsregel, at såfremt obligationsudstedelsen udgør over 25 % af Obligationsudstederens passiver, så udgør udstedelsen som udgangspunkt en "væsentlig del" af Obligationsudstederens aktiviteter.

Erhvervsankenævnet tiltrådte Finanstilsynets synspunkt om, at det er et væsentligt kriterium, hvor stor en del af passiverne Obligationsudstedelsen udgør, men udtrykte samtidig, at der i sagen var anlagt en samlet vurdering, og at der tillige blev lagt vægt på, at Obligationsudstederen ikke havde andre aktivi-



teter end at udstede obligationer og udlåne provenuet herfra. Ankenævnet synes herved at have lagt til grund, at en virksomhed ikke vil blive underlagt krav om pengeinstituttiladelse, hvis der er andre aktiviteter, som efter en samlet vurdering indebærer, at obligationsudstedelse og udlån af provenuet ikke kan anses for en væsentlig aktivitet, uagtet at obligationsudstedelsen udgør en væsentlig del af passiverne. Det er ikke helt klart, om dette modificerer Finanstilsynets praksis som udtrykt i Vejledningen, men det synes at være tilfældet - i hvert fald synes Erhvervsankenævnet ikke at have følt sig bundet af en formodningsregel baseret på obligationsudstedelsens andel af passiverne (j.nr. 2007-0011800).

Hvad bliver konsekvensen af de nye kendelser?

De nye kendelser er primært afsagt efter lov om finansiel virksomhed. Det er vores opfattelse, at det vil være hensigtsmæssigt at ændre værdipapirhandelsloven, hvis man ønsker at regulere de omhandlede obligationsudbud fremadrettet.



KONTAKT



Ulrik Jacobsen
ubj@kromannreumert.com
Direkte: + 45 38 77 45 77



Jens Steen Jensen
jsj@kromannreumert.com
Direkte: + 45 38 77 43 46



Thomas Kjøller
tmk@kromannreumert.com
Direkte: + 45 38 77 45 28



Andreas Hallas Pedersen
ahp@kromannreumert.com
Direkte: + 45 38 77 43 72

København

Kromann Reumert
Sundkrogsgade 5
DK-2100 København
Danmark

Tlf.: +45 70 12 12 11
Fax: +45 70 12 13 11
E-mail: cph@kromannreumert.com

Århus

Kromann Reumert
Rådhuspladsen 3
DK-8000 Århus C
Danmark

Tlf.: +45 70 12 12 11
Fax: +45 70 12 14 11
E-mail: arh@kromannreumert.com

Dette nyhedsbrev kan ikke erstatte juridisk rådgivning. Kromann Reumert påtager sig intet ansvar for skader eller tab, der direkte eller indirekte kan afledes af brugen af nyhedsbrevet. Dette gælder, hvad enten skaden eller tabet er forårsaget af fejlagtig information i nyhedsbrevet eller af øvrige forhold, der relaterer sig til nyhedsbrevet.