

Finansdepartementet
Finansmarkedsavdelingen
Postboks 8008 Dep
0030 Oslo

Kopi pr epost til: postmottak@fin.dep.no

Deres ref:

Vår ref.: ktt

Dato: 10. mai 2007

HØRINGSUTTALELSE – OT.PRP. NR 34 (2006-2007) OM MARKEDER FOR FINANSIELLE INSTRUMENTER OG TILHØRENDE FORSKRIFTSFORSLAG AV 29. MARS 2007

Norsk Venturekapitalforening (heretter omtalt som Norsk Venture) representerer de profesjonelle egenkapitalmiljøene i Norge som investerer i nyskaping- og vekstforetak gjennom langsiktig og aktivt eierskap. Medlemsmassen inkluderer investeringsmiljøer innenfor såkalt såkorn, venture og buy out (sammen omtalt som "private equity"), samt tjenesteleverandører til bransjen. Norsk Venture har i dag ca. 49 investerende medlemmer. Private equity fond rådgitt av norske rådgivermiljøer forvalter ca NOK 45 mrd. Størsteparten av dette er kapital investert i norske bedrifter med potensiale til å skape robuste arbeidsplasser, betydelig verdiskaping og god lønnsomhet.

Norsk Venture har tidligere avgitt høringsuttalelse i forbindelse med Kredittilsynets forslag om regulering av "spesialfond" og i forbindelse med NOU 2006:3. Det vises til begge disse høringsuttalelsene.

Siden disse høringsuttalelsene ble gitt er det gjennom Odelstingsproposisjon nr 34 (2006-2007) ("Ot.prp. 34") gitt forslag til regler for implementering av MiFID direktivet og gjennom Finansdepartementets utkast til utfyllende forskrift ("Forskriften") og høringsbrev av 29. mars 2007 ("Høringsbrevet") foreslått utfyllende forskrift og i Høringsbrevet gitt enkelte uttalelser om Ot.prp. 34s og Forskriftens innvirkning på rådgivere til private equity fond.

I tillegg til det som er anført i tidligere høringsuttalelser og for å presisere, kvalifisere og utdype de tidligere høringsbrevene har Norsk Venture utarbeidet dette høringsbrevet i forbindelse med Ot.prp 34, forslaget til Forskrift og Høringsbrevet.

Denne høringsuttalelsen er utarbeidet med assistanse fra Advokatfirmaet Schjødt DA.

1. INNLEDNING - BRANSJENS FORRETNINGSMODELL, OMFANG OG VIRKEMÅTE

Dette høringsbrevet referer seg kun til forslaget om konsesjonsplikt for å yte investeringsrådgivning og i hvilken utstrekning dette rammer rådgivere til private equity fond, samt behovet for unntak i forskrifts form som melder seg for slike rådgivere dersom de underlegges konsesjonsplikt.

Høringsuttalelsen er gitt i forbindelse med Forskriften. Idet Finansdepartementet i Høringsbrevet gir uttrykk for tvil til om / i hvilken grad rådgivere til private equity fond vil yte konsesjonspliktig investeringsrådgivning, har vi i dette brevet også kommentert på dette mer grunnleggende punkt. En slik tvil om det nye regelverkets virkeområde er vanskelig for private equity næringen å forholde seg til.

Private equity bransjen omfatter flere fondstyper som investerer innenfor ulike segmenter, med ulike grader av eierskap og ulike investeringsstrukturer. For å vurdere behovet for konsesjonsregulering og eventuelle unntak fra slik, er det viktig å forstå hvordan private equity bransjen er organisert. Det vises til de tidligere høringsuttalelser om dette. Private equity bransjens forretningsmodell er beskrevet i Norsk Ventures brev av 15. april 2005 til Finansdepartementet (omtalt i NOU 2006:3 på side 61 og referert til i Ot.prp. 34), herunder er sondringen mellom såkorn, venture og buy out behandlet. Forretningsmodellen er således allerede kjent for Finansdepartementet.

I denne høringsuttalelsen benytter vi samme begreper som i tidligere uttalelser. Vi henviser til disse for en redegjørelse for begrepsbruken. Det presiseres at begrepet "private equity" i dette og tidligere høringsbrev brukes som en samlebetegnelse på såkornfond, venturefond, og buy out (private equity) fond.

Nedenfor gjøres mer kortfattet rede for hovedtrekkene ved private equity fond og de viktigste ulikhetene mellom de ulike fondstyper.

1.1 Rådgivere og aktivt eierskap

De fleste norske private equity fond vil være tilknyttet et eksternt rådgivningsselskap.

De største delene av rådgivningen og tjenestene som ytes fra rådgiver til fondet vil bestå i kartlegging, analyse, virksomhetsutvikling og bransjekunnskap. I avtaleverk med øvrige aksjonærer i porteføljeselskapet eller som følge av eierandelens størrelse, vil rådgiver i de aller fleste tilfeller være representert med en eller flere styremedlemmer i porteføljeselskapet, ofte også med observatører eller varamedlemmer i tillegg. Det ytes ofte også mer konsulentlignende ytelser fra rådgiver til porteføljeselskap. Gjennom slike verv vil rådgiver gjennom hele investeringens "levetid" utøve aktivt eierskap på vegne av fondet. Dette gjelder så vel såkornfond, som venturefond og buy out fond.

Rådgivning knyttet til kjøp/investering og salg av eierandel i et porteføljeselskapet er naturligvis også en sentral tjeneste, men er, sett i sammenheng med de andre betydelige tjenestene som ytes over investeringens levetid (2-6 år normalt), kun én av flere vesentlige tjenester som ytes.

1.2 Langsiktig eierskap

Alle private equity fond har som hovedmålsetning å foreta langsiktige investeringer i porteføljeselskap. Dette følger også av Norsk Ventures etiske retningslinjer. I praksis betyr dette at hver investering i et porteføljeselskap har en tiltenkt varighet på fra 2 til 6 år.

1.3 Fondstyper - arbeidsmåte

Rådgivers rolle i forhold til private equity fondet er meget lik i forhold til så vel såkornfond, venture fond som buy out fond, til tross for at forretningsmodellen for de tre typetilfellene er til dels ulike. Det vises til tidligere uttalelser som redegjør for dette.

Felles for alle typetilfeller er den virksomhetskompetanse og strategiske rådgivningen som ytes fra rådgiver (på vegne av fondet) til porteføljeselskap. Dette, og fondenes langsiktighet, er selve kjernen i hva som skiller private equity fond fra mange andre investorer og som skiller rådgivningsvirksomheten til slike fond fra rådgivning til andre investorer.

2. NORSK VENTURES SYN

Foreningen viser til tidligere høringsuttalelser gitt både i forbindelse med NOU 2006:3 og forslag om spesialfond.

Det er i Ot.prp. 34 side 71 uttalt at rådgivning til private equity fond "**etter omstendighetene**" vil kunne bli en konsesjonspliktig tjeneste. Det uttales på den annen side at strategiske råd knyttet til bedriftsoppkjøp, forretningsstrategi og foretaksstyring mv i utgangspunktet faller utenfor. Det er således fortsatt usikkert om rådgivningen gitt til private equity fond vil bli konsesjonspliktig, eller om kun deler av bransjen vil treffes av de nye konsesjonsreglene.

2.1 Prinsipalt

Norsk Venture **prinsipale anbefaling** er fortsatt at det ikke innføres konsesjonsplikt for denne bransjen i Norge.

Det vises til de hensyn som er anført i tidligere høringsuttalelse om spesialfond og NOK 2006: 3. Stikkordsmessig gjentas at Norsk Venture anser at det ikke er et fremtredende beskyttelsesbehov.¹

Det vises videre til Ot.prp 34 som på side 71 påpeker at:

"strategiske råd knyttet til bedriftsoppkjøp, forretningsstrategi og foretaksstyring mv. faller derfor i utgangspunktet utenfor lovens definisjon av investeringsrådgivning."

Norsk Ventures oppfatning er at virksomheten som ytes av rådgivere til så vel såkornfond som venturefond og private equity fond refererer seg til bedriftsoppkjøp, forretningsstrategi og foretaksstyring og således kan og bør unntas fra konsesjonsplikt.

¹Det vises til at det ikke foreligger beskyttelsesbehov for investor (fondet), idet:

- Rådgiver har få kunder (som regel bare én eller to aktive fond)
- Kunden (fondet) er profesjonell
- Innflytelse (fondet har stor grad av innflytelse over avtaleverk og tjenesteyting fra rådgiver)
- Kontrollerende organer i fondene (fondet kontrollerer oftest rådgivers virksomhet jevnlig)
- Få og langsiktige investeringer foretas
- Ikke investeringsrådgivning i tradisjonell forstand

Det vises i denne sammenheng også til situasjonen i Sverige og Danmark der et ikke er foreslått konsesjonsplikt for disse typer tjenester, se nedenfor. Et prinsipp bak MiFID direktivet er som kjent regelharmonisering.

I den svenske Proposisjon 2006/07 115 om "Ny lag om värdepappersmarknaden" av 26. april 2007 side 313 flg er denne samme distinksjonen i forhold til "förvärv, drift ock utveckling" redegjort for i noe mer detalj enn i Ot.prp. 34. På side 281 flg fremgår det videre at de svenske myndigheter ikke anser aksjer i private aksjeselskaper som "överlåtbara värdepapper" og dermed heller ikke "finansielle instrument".² Rådgivning om slike verdipapirer vil således ikke omfattes av konsesjonsplikt. Sett i sammenheng er det dermed ikke sannsynlig at noen av de svenske rådgiverne til private equity fond (verken såkorn, venture eller buy out) underlegges konsesjonsplikt.³

I Danmark vil det så vidt vi forstår heller ikke innføres konsesjonsplikt for rådgivere til private equity fond. I henhold til "lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsanordninger m.v." av 19. Juli 2005 § 2 (som bare delvis er anvendelig for private equity fond) finner loven ikke anvendelse på:

"Kollektive investeringsordninger, der investerer i aktier eller anparter med henblik på helt eller delvis at erhverve aktieselskaper eller anpartsselskaper med henblik på at deltage i ledelsen eller driften af disse."

I kommentaren til §343 a til "Forslag til love om ændring af lov om værdipapirhandel" skrives det:

"Endvidere undtager bestemmelsen kollektive investeringsinstitutter samt kollektive investeringsforeninger m.v. Begrebet kollektive investeringsinstitutter omfatter bl.a. ventureselskaber og private equityselskaber, etableret f.eks. i kommanditselskabsform samt sådanne selskabers forvaltere. Equityselskaber (kapitalfonde) investerer i aktier og anparter med henblik på helt eller delvist at deltage i ledelsen og driften af disse. Ventureselskaber stiller risikovillig kapital til rådighed ved etablering og vækst af nye virksomheder. Disse selskabers aktiviteter omfattes av undtagelsen i MiFID-direktivets artikel 2 h."

En lovbestemmelse eller fortolkningsuttalelse fra Finansdepartementet som bekreftet ovennevnte prinsipper ville etter Norsk Ventures syn fungert godt i forhold til norske rådgivningsmiljøer.

Etter Norsk Ventures syn er rådgivningen som ytes fra rådgiverne til fondene primært ikke rådgivning knyttet til investering i "finansielle instrumenter", men rådgivning knyttet til erverv, drift og utvikling av porteføljeselskaper.

Viktigheten av europeisk, spesielt skandinavisk, regelverksharmoni understrekes.

² Ot.prp 34 konkluderer motsatt på dette punktet.

³ De fleste fond vil unntas fordi de kun rådgir om aksjer i private selskaper, mens de som eventuelt rådgir om investeringer i offentlige aksjeselskaper normalt (pga eierandel som erverves og annet) vil anses å drive rådgivning i forbindelse med "förvärv, drift ock utveckling".

Det kan anføres at rådgivningen til såkornfond og venturefond innebærer mindre grad av rådgivning knyttet til bedriftserverv enn det som gjelder rådgivere til buy out fond, idet de førstnevnte normalt erverver mindre eierandel i et porteføljeselskap enn sistnevnte.⁴ Etter Norsk Ventures syn er dette et kunstig skille. Rådgivers tjenester i forhold til dette er tilnærmet identisk i de ulike typetilfeller. Det er i praksis ikke forskjell på arbeidsmetodene i forhold til om rådet gis til et såkornfond, venturefond eller buy out fond.

Norsk Venture understreker behovet for en avklaring av dette spørsmålet, idet man innser at enkelte av medlemmenes virksomhet vil ligge i et grenseområde. Virkningen for en rådgiver av å feiltolke reglene er alvorlige og virkningen av en eventuell konsesjonsplikt er omfattende.

Dersom hele eller deler av rådgivningsnæringen etter en slik avklaring likevel anses for å falle inn under konsesjonsplikten, er det et stort behov for at det i forskrifts form gis unntak (jf nedenfor). Slike unntak bør gis så raskt som mulig, slik at aktørene i tide kan innrette seg på det nye regelsettet og søke konsesjon. Dersom unntak ikke gis og usikkerheten knyttet til konsesjonsplikt ikke avklares, vil rådgiverne i praksis ikke kunne fortsette å yte vesentlige deler av de tjenestene som fondene og fondenes investorer forventer at rådgiverne skal yte og som rådgiverne har forpliktet seg til å yte.

Det gjøres oppmerksom på at flere avtaleverk med investorer i private equity fond og avtaleverk mellom slike fond og rådgiver vil måtte reforhandles og endres for å ta hensyn til nye regler. Både på grunn av kompleksitet og antall investorer involvert vil dette være tids- og ressurskrevende prosesser.

2.2 Subsidiært

Dersom Norsk Ventures prinsipale anbefaling ikke tas til følge er det stort behov for å foreta tilpasninger i gjeldende rammevilkår for et verdipapirforetak.

Både utvalget og departementet har i NOU 2006:3 og Ot.prp. 34, henholdsvis, påpekt og sluttet seg til behovet for særinntak for rådgivere til private equity næringen dersom disse underlegges konsesjonsplikt.

Det er spesielt viktig at rådgivningsselskaper som i fremtiden måtte få konsesjon som verdipapirforetak fortsatt vil ha anledning til å foreta medinvesteringer i fond og porteføljeselskaper, samt at selskapets ansatte kan påta seg styreverv i fond og porteføljeselskaper samtidig som de utfører arbeid for rådgivningsselskapet.

Vi ber om at følgende unntak innarbeides i en ny forskrift og at slik forskrift utarbeides så snart som mulig:

- i. Forslagets § 8-4 (tidligere § 2a-4) gir en generell begrensning om at ansatte i et verdipapirforetak ikke kan delta i verdipapirforetakets beslutninger om kjøp, salg eller tegning av finansielle instrumenter som er utstedt av et selskap som vedkommende leder, eller har ledende stilling i eller hvor vedkommende er medlem av styret. Bestemmelsen er en videreføring av tidligere §2a-4.

⁴ Buy out fond vil normalt erverve kontrollerende andel (som regel tett opp mot 100%) i porteføljeselskapene. Slike investeringer må anses som erverv av virksomhet. Venture- og såkorn fond vil i praksis erverve mindre eierandeler (typisk 20-40%) men normalt i preferanseaksjestructurer eller med aksjonæravtaler som gir dem en større innflytelse og kontroll enn det eierandelen tilsier.

Det er antatt at bestemmelsen må tolkes slik at en ansatt heller ikke kan delta i utarbeidelsen av beslutningsgrunnlaget i slike tilfeller.

Det er normalt er en forutsetning og forventning fra fondet og fondets investorer om at en eller flere ansatte i rådgivningsselskapet skal være styremedlem i porteføljeselskapet og også gi råd i forbindelse med kjøp, salg eller tegnings av finansielle instrumenter i porteføljeselskapet. Et forbud mot dette vil stride mot et sentralt element ved private equity selskaperes forretningskonsept; det aktive eierskapet.

- ii. Forslagets § 10-3 (tidligere § 8-4) bestemmer at ansatte i verdipapirforetak som normalt har innsyn i eller arbeider med foretakets investeringstjenester ikke kan være medlem av styre i foretak med finansielle instrumenter som er gjenstand for organisert omsetning. Kredittilsynet kan etter vphl. § 10-3 i særlige tilfeller dispensere fra forbudet. Forbudet er problematisk fordi ansatte i rådgivningsselskapet normalt vil fortsette styrevervet i en periode etter børsnotering av porteføljeselskapet. En del buy out fond vil også kunne erverve større andeler i børsnoterte selskaper, med det formål å ta selskapet av børs eller utvikle det på andre måter.

Det er ønskelig at det utarbeides retningslinjer eller føringer på når slik dispensasjon vil gis. På grunn av de spesielle hensyn som gjelder i forhold til rådgivere til private equity fond, antar vi at det normalt vil være et "særlig tilfelle" når det fra private equity bransjen søkes om dispensasjon.

- iii. Etter forslagens 10-2 tredje ledd nr 1 og nr 2 (tidligere § 8-3 tredje ledd nr. 1 og nr 2) kan et verdipapirforetak, dersom det svekker verdipapirforetakets uavhengige stilling, (i) ikke ha ubegrenset ansvar i et annet foretak og (ii) ikke ha eiendeler i og delta i driften av annen næringsvirksomhet. Norsk Venture antar at det normalt vil være mulig for rådgiver å også være komplementar eller hovedmann i et kommandittselskap eller indre selskap og å ha eierandeler i flere fond, uten at dette medfører at dets uavhengige stilling svekkes. I sistnevnte tilfelle vil normalt avtaleverket mellom rådgiver og fondet og mellom investorene i fondet regulere på hvilke vilkår slikt eierskap kan aksepteres. Norsk Venture antar at slik avtale mellom de berørte parter normalt vil være et vesentlig punkt ved vurdering av om den uavhengige stillingen er svekket.
- iv. Forslagets §§ 9-14, 9-15, 9-16 og 9.20 (tidligere § 8-10 med forskrifter og § 8-11 med forskrifter), setter begrensninger for verdipapirforetak i form av løpende krav til ansvarlig kapital stor 8% og største tillatte engasjement med en enkelt kunde på maksimalt 25% av selskapets ansvarlige kapital. Private equity-bransjens forretningskonsept innebærer gjennomgående krav fra fondsinvestorene om at rådgivningsselskapet skal medinvestere med investorene i fond eller porteføljeselskaper. Ovennevnte regler vil imidlertid kunne begrense muligheten for slike investeringer. Dersom et rådgivningsselskaps aksjeinvestering i et fond eller porteføljeselskap anses omfattet av regelverket knyttet største tillatte engasjement med enkeltkunder, vil for eksempel en fondsinvestering i størrelsesorden MNOK 10 for rådgivningsselskapets del forutsette at verdipapirforetaket i så fall er kapitalisert med minimum MNOK 40.

Det er etter Norsk Ventures oppfatning viktig at det blir gjort tillempninger av regelverket knyttet til kapitaldekningsregler og største tillatte engasjementer overfor enkeltkunder, for at ikke en vesentlig del av private equity bransjens forretningsmodell skal bli vanskeliggjort.

- v. Forslagets § 9-9 (tidligere § 7-2) setter krav til vandels- og egnethetsprøving av foretakets faktiske ledelse.

Norsk Venture er kjent med at Kredittilsynet i dag håndhever en svært streng praksis i forhold til vphl. § 7-2 og godkjenning av faktiske ledere av verdipapirforetakene. I realiteten innebærer denne praksis at dersom faktisk leder av virksomheten ikke kan vise til minimum to års arbeidserfaring fra verdipapirforetak i løpet av de siste fem år før søknad sendes, vil vedkommende ikke bli vurdert egnet til å lede virksomheten med mindre enten vedkommende selv, eller andre medlemmer av selskapets ledelse, har bestått fondsmeglereksamen, gjennomført studium som Autorisert Finansanalytiker (AFA) eller på annen måte kan dokumentere kjennskap til rammeloavgivningen for verdipapirforetak.

Den nye lovens §9-9 og Ot.prp. 34 synes å myke opp kravet noe idet det i proposisjonen henvises til at "relevant" erfaring og at nye former for virksomhet underlegges konsesjonsplikt samt at henvisningen i § 7-2 til "finansielle instrumenter" er fjernet.

Vi peker i denne sammenheng også på at det ikke bør legges hindringer for at såkornsfond og – rådgivningsmiljøer skal kunne opprettes utenfor Oslo. Det antas at de fleste personer med den kompetanse og erfaring som er beskrevet ovenfor i dag er bosatt og driver virksomhet i Oslo-regionen.

- vi. Grensekryssende virksomhet: Et annet punkt som etter Norsk Ventures oppfatning bør avklares, er hvilken konsekvens innføringen av unntaksbestemmelser i forskriftsform som beskrevet over vil ha for rådgivningsforetakets adgang til å yte rådgivningstjenester på grensekryssende basis til andre EØS-land. Dersom rådgivningsselskapene underlegges konsesjonsplikt som verdipapirforetak, er det vår oppfatning at de nødvendige tilpasninger og unntak beskrevet over i stor grad vil innebære unntak fra særnorske krav som prinsipielt ikke bør berøre rådgivningsselskapets adgang til å yte investeringstjenester på grensekryssende basis innenfor EØS-området.

* * *

Vi håper dette gir et dekkende bilde av hvilke særbehov medlemmer av Norsk Venture har i forbindelse med en eventuell konsesjonsplikt.

Vi ber om at Finansdepartementet tar kontakt dersom det skulle ha spørsmål eller kommentarer til høringsbrevet.

Med vennlig hilsen

NORSK VENTUREKAPITALFORENING



Knut T. Traaseth
Generalsekretær