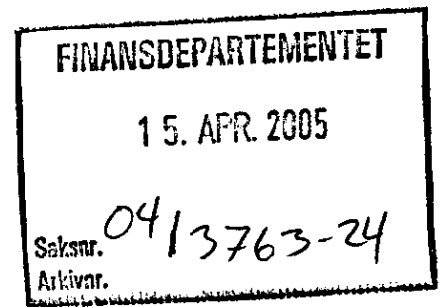


Finansdepartementet  
Pb. 8008  
Dep 0030 Oslo



Deres ref:

Vår ref:

Dato:

Oslo, 14. april 2005

## ARGENTUM FONDSINVESTETERINGER AS ("ARGENTUM") – HØRINGSUTTALELSE VEDRØRENDE FORSLAG TIL REGULERING AV SPESIALFOND

### Sammendrag

Innledningsvis gis en sammenfatning av Argentums kommentarer til lovforslaget for Spesialfond. Argentums kommentarer er begrenset til den del av lovforslaget som gjelder regulering av venture fond og private equity fond. For en mer detaljert redegjørelse for Argentums synspunkter vises til punktene 1-4 nedenfor.

- (i) Private equity er kapital som involverer seg aktivt i bedriftens utvikling over en rekke år. Siktemålet er å bidra med både kapital og kompetanse for å skape vekst og forbedret lønnsomhet. Derigjennom skal eierne få høy avkastning på sin kapital. Private equity fond er den type kapital som vokser sterkest, og kan i dag sies å være motoren for nyskaping og omstilling i USA og ledende europeiske land. For eksempel i Storbritannia, som anses å inneha det mest velutviklede private equity markedet i Europa, arbeider i dag over 20% av ansatte i den private sektoren i selskaper finansiert (eid) av private equity fond (inkluderer buyout fond). For 25 år siden var den tilsvarende andelen ca. 0,2 %. Omsetning, lønnsomhet og eksport hos private equity finansierte selskaper har også hatt en betydelig høyere vekst enn for eksempel børsnoterte selskaper i perioden 1995-2004. Private equity er en viktig verdiskaper i økonomien og regulering av denne aktivaklasse som foreslått vil ha negative konsekvenser mht å tiltrekke seg nasjonal og internasjonal kapital til norske private equity fond.
- (ii) Private equity fond (herunder venture fond) er ikke verdipapirfond. Private equity fond driver en virksomhet som er vesentlig forskjellig fra hva som gjelder for vanlige verdipapirfond, herunder hedgefond.
- (iii) Verdipapirfondloven er ikke egnet for å regulere private equity fond.

- (iv) Internasjonalt vil man ikke regulere private equity fond tilsvarende det som er foreslått i forslaget til regler for Spesialfond. Internasjonalt organiseres private equity fond hovedsakelig som "limited partnership".
- (v) Høringsnotatet gir ikke en egnet bakgrunn for (eventuelt) å lage regler for Spesialfond som også gjelder private equity fond. Det er ikke foreslått regler for innbetaling i transjer, forvaltningen kan skje av fondsforvaltningsselskap og skattemessige spørsmål er ikke behandlet mv. Argentum foreslår primært at private equity fond ikke reguleres av reglene for Spesialfond, jf. punkt 4 nedenfor. Reglene for Spesialfond bør begrenses til å omfatte hedgefond.
- (vi) Eventuell særlig lovregulering av private equity fond bør vurderes særskilt av et separat utvalg sammensatt av personer med kompetanse innenfor feltet. Når det gjelder spørsmålet om hva og hvordan private equity fond (eventuelt) bør reguleres, vises til punkt 4 nedenfor.
- (vii) Argentum mener at det er viktig og riktig å regulere private equity rådgiverne og ikke fondene. Som følge av EUs vedtakelse av Rådskonklusjon 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments, vil investeringsrådgivning bli en konsesjonspliktig virksomhet. Norge er forpliktet til å implementere direktivet.

De rettssubjekter som yter investeringsrådgivning til private equity fond vil derfor i nær fremtid måtte søke konsesjon til å være verdipapirforetak i henhold til Verdipapirhandelloven. Foretakene vil bli underlagt krav til minimumskapital, krav til interne rutiner, bestemmelser om god forretningsskikk samt underlagt tilsyn av Kredittilsynet. I Kredittilsynets høringsnotat er forholdet til nevnte direktiv ikke vurdert. Å regulere investeringsrådgivere som yter rådgivning overfor private equity fond innenfor rammene av Verdipapirhandelloven fremstår som langt mer hensiktsmessig enn å regulere de som fondsforvaltere i henhold til Verdipapirfondloven. Slik lovregulering vil også sikre parallellitet til øvrige land innenfor EU og EØS-området.

Argentum mener derfor at rådgivere som yter investeringsrådgivning overfor private equity fond bør reguleres som verdipapirforetak i henhold til Verdipapirhandelloven. Videre mener Argentum at fondene ikke bør være underlagt den foreslåtte regulering.

## **1. Innledning - avgrensning**

### **1.1**

Finansdepartementet sendte ved brev datert 17. januar 2005 forslag til regulering av "Spesialfond" på høring. Argentum Fondsinvesteringer AS ("Argentum") er ikke oppført som formell høringsinstans. Under henvisning til den virksomhet Argentum

utøver og i relasjon til de foreslåtte regler for Spesialfond, er det naturlig for Argentum å inngi kommentarer til deler av de foreslåtte regler for Spesialfond.

## 1.2

I 2000 vedtok Stortinget å bevilge NOK 2,45 milliarder til et nytt investeringsselskap. Selskapet ble formelt opprettet i september 2001 og administrasjonen gradvis oppbygget i 2001 og 2002. Investeringsselskapet fikk senere navnet Argentum Fondsinvesteringer AS.

Argentum er et investeringsselskap som opererer som et fond-i-fond. Dette innebærer at Argentum deltar som minoritetseier i private equity fond og venture fond. Argentum foretar derfor ikke "direkte investeringer", men differensierer sin risiko og gjennomfører indirekte investeringer i operative virksomheter gjennom "venture og private equity fond".

Sommeren 2002 ble de første investeringene foretatt og Argentum har i dag en portefølje som består av investeringer i ni ulike venture og private equity fond. Over NOK 1,8 milliarder er kommittert til nevnte ni fond og man regner med at NOK 2,45 milliarder vil være kommittert i nær fremtid.

## 1.3

Argentum begrenser sine kommentarer til å gjelde "venture fond og private equity fond".

## 1.4

Vi vil i punkt 2 gi enkelte generelle kommentarer til begrepet og virksomhetsområdet "Private Equity". I punkt 3 gir vi kommentarer til det fremsatte forslag om regulering av private equity og venture fond som Spesialfond. Avslutningsvis gir vi i punkt 4 noen kommentarer til hvordan venture fond og private equity fond (eventuelt) bør reguleres.

## 2. Generelt om Private Equity og Venture Capital

### 2.1 Private equity sin rolle i økonomien

Kapitalen spiller en nøkkelrolle i samfunnets evne til å nyttiggjøre seg innovasjon. Det er kapitalmarkedets rolle å velge ut innovasjoner det skal satses ressurser på. Dette stiller store krav til kapitalmarkedets effektivitet og funksjon. Høy grad av innovasjon skaper økt mangfold og kompleksitet som igjen stiller økte krav til kompetanse og informasjon hos kapitaleier. I et åpent, avregulert, internasjonalt kapitalmarked vil

kapitalens kompetanse og informasjonstilgang derfor være avgjørende for landets evne til å skape avkastning på kapitalen. Satses det på prosjekter som ikke lykkes vil avkastningen reduseres, noe som har samfunnsmessige kostnader i form av at kompetanse og arbeidskraft kunne vært benyttet andre steder. I land med velfungerende kapitalmarkeder har det gjennom private equity fond vokst frem betydelige kapitalressurser forvaltet av miljøer som er spesialisert på å evaluere og utnytte innovative ideer både i nye og eksisterende industrielle strukturer.

Private equity er kapital som investeres i unoterte aksjer (ikke børsnoterte). Det vil si at private equity fond ofte er benevnt "fond for unoterte aksjer" og at miljøer som forvalter slike fond gjerne kalles "spesialiserte forvaltermiljøer", eller "ventureforetak". Disse fondene investerer i selskaper som ikke er på børs og det engelske begrepet har i stor grad blitt ensbetydende med en egen type fond som involverer seg i oppstartsvirksomheter (venture) og mer moden virksomhet (buyout).

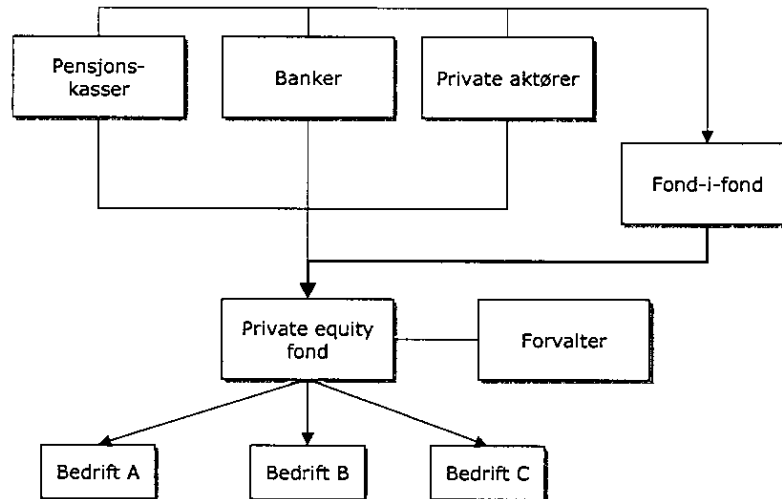
Private equity er kapital som involverer seg aktivt i bedriftens utvikling over en rekke år. Siktemålet er å bidra med både kapital og kompetanse for å skape vekst og forbedret lønnsomhet. Derigjennom skal eierne få høy avkastning på sin kapital. Private equity fond er den type kapital som vokser sterkest, og kan i dag sies å være motoren for nyskaping og omstilling i USA og ledende europeiske land. For eksempel i Storbritannia, som anses å inneha det mest velutviklede private equity markedet i Europa, arbeider i dag over 20% av ansatte i den private sektoren i selskaper finansiert av private equity fond (inkluderer buyout fond). For 25 år siden var den tilsvarende andelen ca. 0,2 %. Omsetning, lønnsomhet og eksport hos private equity finansierte selskaper har også hatt en betydelig høyere vekst enn for eksempel børsnoterte selskaper i perioden 1995-2004.

I USA har den samme trenden funnet sted. Det arbeider i dag mer enn 10 millioner personer i private equity finansierte selskaper (buyout ikke inkludert), noe som utgjør mer en 9% av ansatte i den private sektoren. Også her har omsetning, lønnsomheten og vekst i antall ansatte vært betydelig høyere enn i selskaper som ikke er finansiert av private equity fond. For eksempel, i perioden 2000-2003 økte antall ansatte i private equity finansierte selskaper med 7 %, mens ansettelse i ikke private equity finansierte selskaper i de samme industriene falt med 3 %. Betydningen av private equity fond som pådriver og utvikler av modne økonomier er udiskutabel og vil mest sannsynlig fortsette i fremtiden med økt tyngde.

## 2.2 Aktørene

Organiseringen av kapitalmarkedet innen private equity skjer ved at institusjonelle investorer investerer i private equity fond, som igjen investerer direkte i bedrifter, jf. Figur 3. Kapitalen fra institusjonelle investorer kan også kanaliseres gjennom fond-i-fond. Fond-i-fond har spesialisert seg på valg av forvaltere, og investerer i en rekke ulike private equity fond.

Figur 3: Organisering



Private equity fondene etablerer ofte flere fond fortløpende. Det er vanlig å reise nytt fond når omkring 50-70 prosent av kapitalen er investert i porteføljeselskaper. I og med at det tar lang tid å utvikle og endre virksomheter, har investeringene et tidsperspektiv på normalt 7-10 år og investorene får sine penger tilbake etter hvert som investeringene realiseres.

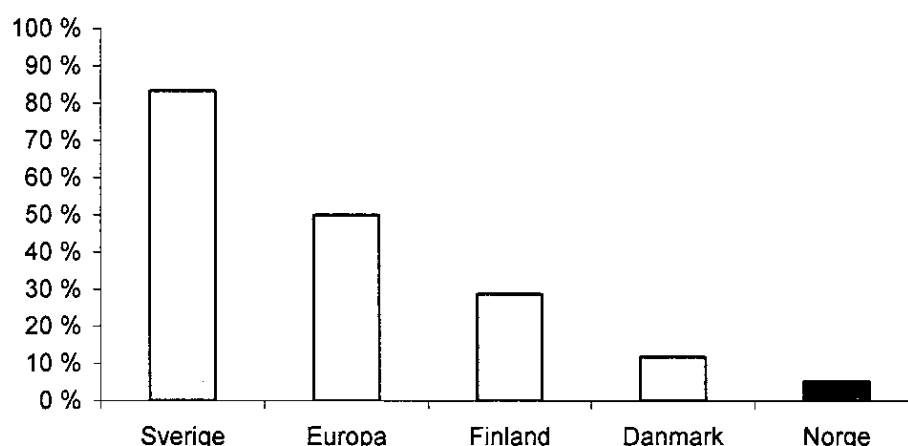
### 2.3 Utviklingen av Europeisk og Norsk private equity industri

Figur 3 viser den kraftige utviklingen som har vært de siste årene innen europeisk private equity. Til tross for den unormalt høye aktiviteten i 2000 og 2001 ser man at aktivaklassen samlet sett har vokst kraftig det siste tiåret. Tall fra Europa viser også at private equity som aktivaklasse vokser raskere relativt til andre aktivaklasser. Eksempelvis allokerer europeiske pensjonsfond 1,9 prosent til private equity i 1996. Andelen vokste til 2,5 prosent i 1999, 3,6 prosent i 2001 og er ventet å være 4,3 prosent i 2003. Andelen i Norge er betydelig lavere.

Sammenligner vi det norske volumet, målt som andel av BNP, med andre europeiske land, investerer Norge mindre i private equity enn resten av Europa og klart minst i Norden. Sammenlignet med Sverige er forskjellen spesielt stor. Årsaken er blant annet at Norge har eksempelvis en annen investorfordeling enn Sverige. Konkret innebærer dette liten andel av internasjonal kapital og mindre fokus på private equity investeringer. Den norske investorprofilen kan være noe av årsaken til at Norge ligger så langt bak de andre nordiske landene. Vi har manglet større institusjonelle investorer som har tenkt langsiktig og bygget bransjen. Dette er en konsekvens av den norske pensjonssparingen, hvor staten har vært spareren og historisk ikke har investert i denne kapitalklassen.

En annen vesentlig forskjell mellom Norge og øvrige europeiske land er andelen av utenlandske investorer. I 2002 kom kun 5 prosent av reist kapital i Norge fra utenlandske investorer. Dette står i skarp kontrast både til Sverige hvor over 80 prosent kom fra utlendinger og til gjennomsnittet i Europa hvor halvparten av investeringen kommer fra utenlandske investorer.

Figur 4: Andel utenlandske investeringer i private equity 2002 (Kilde: European Venture Capital Association "EVCA")



Den lave utenlandsandelen tyder på at norsk private equity ikke oppleves som attraktivt for utenlandske investorer. En naturlig forklaring på dette er at det norske miljøet er lite og umodent. For (eventuelle) utenlandsk private equity investorer vil det være avgjørende å finne kompetente partnere i de norske fondene som kan vise til gode resultater over tid. Skal norsk private equity næring lykkes i å tiltrekke seg utenlandsk kapital må det norske miljøet styrkes.

Figurene over viser tydelig at Norge står utenfor den nordiske konsolideringen. Som beskrevet tidligere er kapitalmarkedet internasjonalt, slik at norske virksomheter i teorien har like lett tilgang på kapital som sine konkurrenter i utlandet. For private equity betinger dette lokal tilstedeværelse av rådgivere (forvaltere) til private equity fond. I og med at vi har få og små slike i Norge har norske bedrifter dårligere rammevilkår enn sine utenlandske konkurrenter.

### 3. Overordnede kommentarer til forslaget om regulering av Spesialfond

#### 3.1

Et venture fond og privat equity fond (i det følgende benevnt "private equity fond") har en forutbestemt fastsatt levetid, typisk 8-10 år. Privat equity fondets kapital investeres i

unoterte porteføljeselskaper. Investeringer skjer normalt gjennom en investeringsperiode som vil være de 3-4 første årene av privat equity fondets levetid.

Fondet har som investor en aktiv rolle i utvikling og ekspansjon av det enkelte privat equity fondet det investeres i. Hovedmålsetningen er å danne grunnlag for vesentlig verdistigning i det enkelte porteføljeselskap. Investeringene som foretas av porteføljeselskapet gjøres med en tidshorisont på normalt 3-6 år. Etter denne perioden vil fondet som en "private equity investor" søke å realisere sin investering gjennom et salg til nye eiere eller ved en børsnotering.

Etter at realisasjon er gjennomført vil kapitalen bli returnert til fondets investorer.

Normalt er et norsk private equity fond etablert som et "limited partnership", tilsvarende kommandittselskap. Dette gjør det mulig for den enkelte investor å løpende motta dividende og andel av realisasjoner gjennom et regnskapsår og er ikke avhengig av at det fastsettes og vedtas årsregnskaper før utdeling kan skje.

Fondets rådgiver mottar et årlig fast honorar basert på den totale kapital i private equity fondet. I tillegg vil rådgiveren motta et suksesshonorar. Rådgiveren mottar suksesshonoraret (carried interest) etter at alle investorene (limited partners) får tilbakebetalt investert beløp samt en på forhånd fastsatt minimumsrente, i størrelsesorden 6-8%. På dette tidspunkt vil typisk resterende beløp (overskudd) normalt deles 80/20 mellom rådgiveren og investorene.

## 3.2

Finansdepartementet ga 25. september 2003 Kredittilsynet i oppdrag å vurdere endringer i regelverket for verdipapirfond slik dette er regulert i lov om verdipapirfond av 12. juni 1981 nr. 52 ("Verdipapirfondloven"). Det ble i denne forbindelse bedt om en redegjørelse av om norske verdipapirfond på generelt grunnlag fortsatt bør være avskåret fra å tilby enkelte produkter som kan innebære "høy risiko".

I Kredittilsynets høringsnotat datert 18. november 2004 ("Høringsnotatet"), har Kredittilsynet uttalt seg om hva som menes med "produkter som kan innebære en høy risiko". I Høringsutkastet legges det til grunn at "produkter som kan innebære en høy risiko" er de produkter som tilbys av "hedgefond" på den ene side og "venture fond og private equity fond" på den annen side.

I Høringsnotatet benevnes "hedgefond" på den ene side og "venture fond og private equity fond" på den annen side som forskjellige fondstyper. Videre fremgår av Høringsnotatet at reglene for Spesialfond skal kunne få anvendelse for så vel "hedgefond", "venture fond" og "private equity fond".

Det er i forbindelse med (eventuell) regulering av Spesialfond avgjørende å trekke et klart skille mellom juridiske enheter som omfattes av Verdipapirfondlovens definisjon

av verdipapirfond på den ene side og andre juridiske enheter som ikke defineres som verdipapirfond. Fondsstrukturen som ikke defineres som verdipapirfond vil etter det i Høringsnotatets foreslåtte struktur heller ikke være spesialfond.

Verdipapirfond er i Verdipapirfondloven § 1-2 nr. 1 definert på følgende måte:

”Verdipapirfond: Selvstendig formuesmasse oppstått ved kapitalinnskudd fra en ubestemt krets av personer mot utstedelse av andeler i fondet og som for det vesentligste består av finansielle instrumenter...”

Videre defineres ”verdipapirfondsforvaltning” på følgende måte i Verdipapirfondloven § 1-2 nr. 3:

”Verdipapirfondsforvaltning: Forvaltning av et verdipapirfond, herunder salg og innløsning av andeler i fondet og kjøp og salg av finansielle instrumenter for fondet.”

Verdipapirfondloven gjelder ikke juridiske enheter og strukturer som faller utenfor definisjonen av verdipapirfond og verdipapirfondsforvaltning. Dette innebærer at investeringer som foretas av juridiske enheter som ikke omfattes av definisjonen av verdipapirfond og verdipapirfondsforvaltning ikke følger regelverket i Verdipapirfondloven. Dette vil i utgangspunktet gjelde for investeringsvirksomhet som drives av aksjeselskaper, kommandittselskaper og tilsvarende utenlandske enheter som (eventuelt) driver virksomhet i Norge.

I Høringsnotatet foreslås ikke endringer i Verdipapirfondlovens definisjon av verdipapirfond. Det må derfor legges til grunn at de foreslåtte regler for Spesialfond ikke tar sikte på å utvide rammene for hvilke juridiske enheter som omfattes av Verdipapirfondloven. Dette forhold bør klargjøres i en eventuell odelstingsproposisjon som utarbeides i forbindelse med et (eventuelt) lovforslag om regulering av Spesialfond.

### 3.3

Normalt vil det ikke by på vanskeligheter å fastlegge om en juridisk struktur skal defineres som et verdipapirfond som omfattes av Verdipapirfondloven.

Selv om en juridisk struktur ikke er etablert som verdipapirfond kan en konkret få som konsekvens at Verdipapirfondloven får anvendelse, jf. her også drøftelsen i Høringsnotatet side 27 følgende.

Ved vurderingen av om man står overfor en juridisk enhet som er av en slik karakter at den skal reguleres av Verdipapirfondloven, må blant annet følgende momenter tas i betraktning:

- ◆ Hva slags juridisk enhet man står overfor.



Dersom den juridiske enhet som er valgt for eksempel er aksjeselskap eller kommandittselskap vil utgangspunktet være at strukturen ikke omfattes av Verdipapirfondloven.

- ◆ Om det foreligger innløsningsadgang eller ikke.

Hvis det foreligger innløsningsadgang for investorene vil dette være et argument som taler sterkt for at man står overfor en struktur tilsvarende et verdipapirfond, dette uavhengig av om strukturen er organisert som aksjeselskap eller kommandittselskap. Dersom det ikke foreligger innløsningsadgang vil dette tilsvarende være et sterkt argument mot at det foreligger en struktur tilsvarende et verdipapirfond som må følge reglene i Verdipapirfondloven.

- ◆ Om den juridiske struktur er oppstått ved kapitalinnskudd fra en ubestemt krets av investorer vil dette være et argument for at Verdipapirfondlovens bestemmelser får anvendelse. Er kapitalen derimot oppstått ved innskudd fra en bestemt krets av investorer vil dette være et argument mot at det Verdipapirfondloven får anvendelse.
- ◆ Står man overfor utenlandske strukturer vil det være et argument for at Verdipapirfondloven får anvendelse dersom den juridiske enhet/struktur er etablert i henhold til det enkelte lands lovgivning for verdipapirfond.

Skille mellom hvilke juridiske enheter som omfattes av Verdipapirfondloven og hvilke juridiske enheter som ikke omfattes vil være helt sentralt ved utarbeidelsen av et (eventuelt) regelverk for Spesialfond. De såkalte "hedgefond" vil normalt, i hvert fall hvis de er etablert innenfor Europa, men også i de fleste andre jurisdiksjoner, herunder Cayman Islands, Bermuda etc. omfattes av definisjonen av verdipapirfond i Verdipapirfondloven. Dette hovedsakelig begrunnet med at det foreligger innløsningsadgang samt at fondene er organisert etter det enkelte hjemlands fondslovgivning.

Private equity fond (norske og utenlandske) har tradisjonelt ikke vært omfattet av Verdipapirfondloven. Dette fordi disse strukturer ikke har vært etablert som verdipapirfond, men som kommandittselskaper og i noen tilfeller også som aksjeselskaper. Videre foreligger ikke innløsningsadgang for investorene i private equity fond. Ofte er det også et fåtall investorer i private equity fond slik at kapitalen ikke er innhentet fra en "ubestemt krets".

Så langt Argentum er kjent med er samtlige juridiske enheter i Norge (og internasjonalt) som definerer seg selv som private equity fond etter gjeldende regler ikke være verdipapirfond som omfattes av Verdipapirfondloven. Argentum forstår Høringsnotatet slik at disse strukturer heller ikke vil bli definert som verdipapirfond i henhold til de foreslåtte regler for Spesialfond.

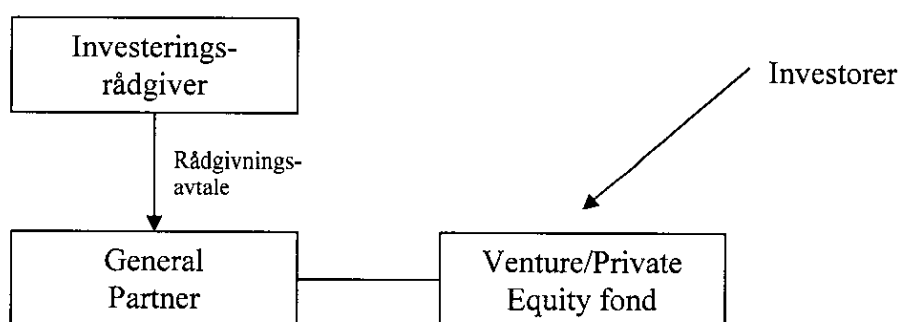
### 3.4

De tradisjonelle private equity fond er regulert som kommandittselskaper som ikke omfattes av definisjonen av verdipapirfond i Verdipapirfondloven. Når Kredittilsynet i Høringsnotatet har lagt til grunn at private equity fond skal omfattes av Spesialfond kan dette oppfattes som en feiltolkning av Finansdepartementets mandat. Kredittilsynet ble i Finansdepartementets brev av 25. september 2003 bedt om å vurdere regelverket for verdipapirfond. Kredittilsynet synes å ha utvidet mandatet til også å omfatte juridiske enheter og strukturer som selv omtaler seg som fond, men som ikke driver en virksomhet som omfattes av Verdipapirfondloven.

Videre gjelder at Verdipapirfondloven ikke er en egnet lov for regulering av private equity fond. Vi viser her til følgende ikke uttømmende momenter:

- (i) Verdipapirfondloven er utformet for å investere i omsettelige finansielle instrumenter. Det må være et fungerende marked for de finansielle instrumenter verdipapirfondet investerer i, jf. Verdipapirfondloven kapittel 4.
- (ii) I Verdipapirfondloven gjelder det regler om at et forvaltningsselskap må opprettes som forvalter for verdipapirfondet. Det er forvaltningsselskapet som treffer investeringsbeslutningene for verdipapirfondet. Denne strukturen er ikke tilsvarende hva som er vanlig organisering av private equity fond internasjonalt og i Norge. Internasjonalt organiseres private equity fond i de fleste tilfeller som et "limited partnership" (tilsvarende norsk kommandittselskap). Strukturen vil typisk og noe forenklet være slik:

Figur 1:



Investeringsrådgiver vil gi råd om hvilke investeringer som bør gjennomføres. General Partner vil ved sitt styre treffe alle viktige beslutninger, herunder hva det skal investeres i. Når en investering er besluttet vil investeringsrådgiveren følge denne opp.

Investorene ønsker ikke å delta i styret i General Partner og/eller Investeringsrådgiveren. Investorene bør derfor ikke være representert i disse organene. Denne strukturen gir mange fordeler, herunder at man kan skifte investeringsrådgiver dersom dette er ønskelig. "Limited partnership" modellen gir tilstrekkelig fleksibilitet for å etablere den struktur som er ønskelig i et private equity fond. Det er mulig å kreve innbetalt investorenes kommitteringer i transjer når behovet tilsier det. Dette sikrer også at investorene ikke får redusert sin avkastning ved at private equity fondet har store kontantbeholdninger i banken. "Limited partnership" strukturen gir også mulighet til å tilbakebetale kapital til investorene på et hvilket som helst tidspunkt og uavhengig av fastsettelsen av årsregnskaper. Generelt gjelder at "limited partnership" modellen gir fleksibilitet og er godt egnet for regulering av private equity fond. Tilsvarende fleksibilitet gir langt på vei de norske reglene for kommandittselskaper.

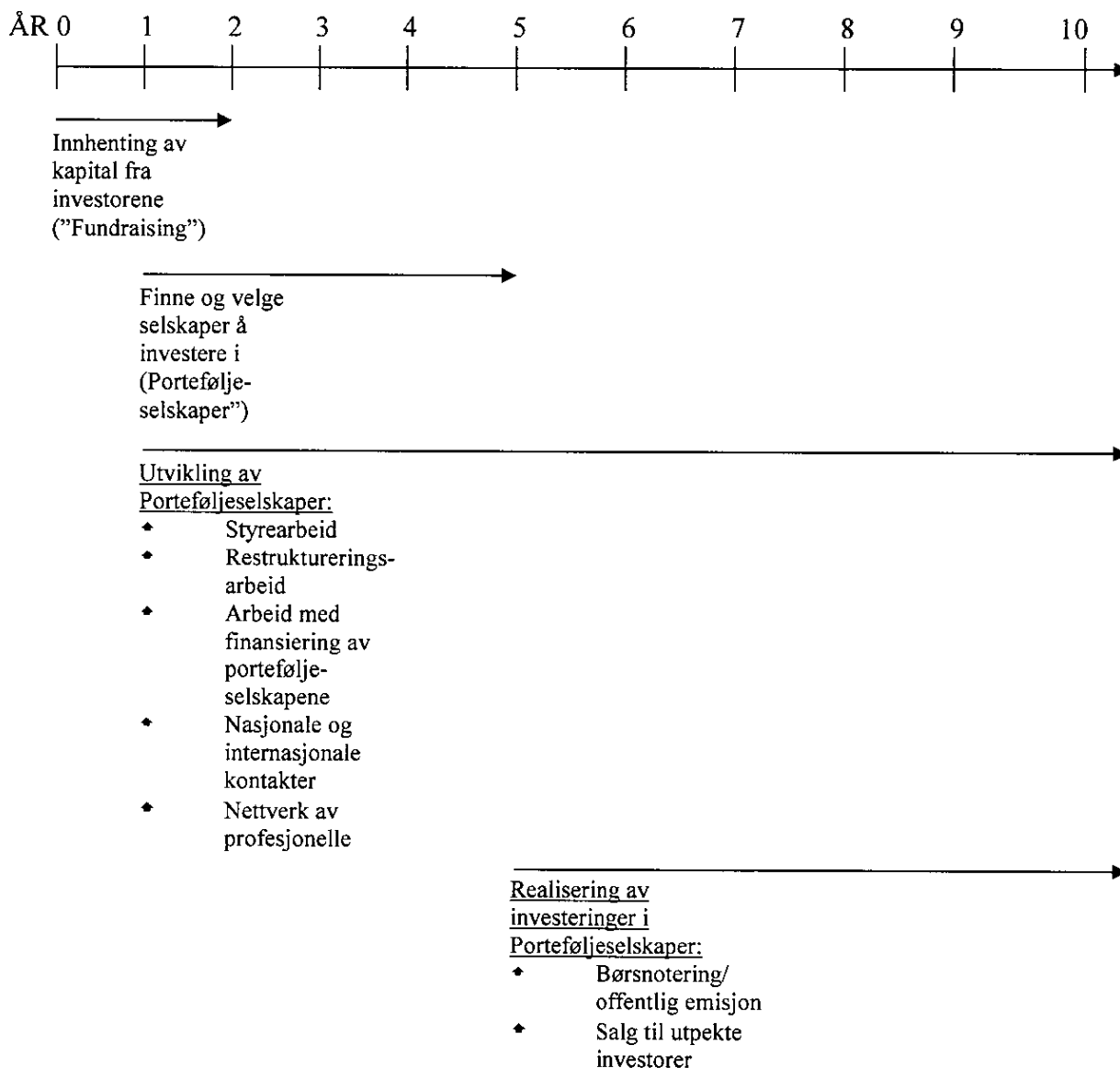
- (iii) Verdipapirfondloven har regler om andelseiernes adgang til å innløse andeler. I private equity fond vil det normalt ikke forekomme innløsningsadgang. Bakgrunnen for dette er at private equity fond foretar langsiktige investeringer som i en periode ikke vil være omsettelige. Innløsningsadgang forutsetter at verdipapirfondet har kontanter. Dette vil et privat equity fond normalt ikke ha. En innløsningsadgang vil medføre at fondet i så fall må selge en eller flere av sine investeringer for å kunne innløse investoren, noe som tidvis ikke vil være mulig eller forsvarlig. Slik vil en innløsningsadgang være i strid med grunnleggende prinsipper for regulering av private equity fond.

I private equity fond vil investorene først få tilbake investert kapital og avkastning etter at fondet har foretatt sine investeringer. Det vil si etter utløpet av en investeringsperiode på typisk 4-5 år. Deretter vil fondet være i en realisasjonsfase i 4-5 år før fondet typisk avvikles i år 10. Innløsningsadgang i private equity fond er ikke vanlig og bør heller ikke forekomme. Det bør derfor ikke åpnes for etablering av private equity fond med innløsningsadgang for investorene. Dette vil kunne gi uheldige resultater for investorene og undergrave tillitten til norske rådgivere av private equity fond. I denne forbindelse er det særlig viktig å ha klart for seg "livssyklusen" til et private equity fond. "Livssyklusen" til et private equity fond avviker vesentlig fra et verdipapirfond hvor største delen av investeringene skal være likvide og omsettelige.

"Livssyklusen til et private equity fond er skissemessig fremstilt nedenfor.

## LIVSSYKLUSEN TIL ET PRIVATE EQUITY FOND:

Figur 2:



- (iv) I et verdipapirfond innbetaler andelseierne hele beløpet som skal investeres på ett og samme tidspunkt. I et private equity fond vil investorene forplikte seg til å investere i transjer. Investorene innbetaler det investerte beløp på de tidspunkter private equity fondet har behov for kapitalen, det vil si på tidspunktet det foretas investeringer. Verdipapirfondloven har ikke et system for innbetaling av kapital i transjer. For det tilfelle at det skal kunne etableres private equity fond innenfor rammene av Verdipapirfondloven må det vedtas endringer i loven som gjør det

mulig å innbetale kapitalen i transjer. Reglene må i så fall utformes slik at verdipapirfondet som juridisk enhet kan gå til domstolene å få rettskraftig dom for kommittert men ikke innbetalt kapital.

## 3.5

Dersom det skal åpnes for å etablere private equity fond innenfor rammene av Verdipapirfondloven må strukturen i så fall være i samsvar med hva som er vanlig internasjonalt, herunder regnes som "best practice" internasjonalt. Under henvisning til at private equity fond internasjonalt tradisjonelt er etablert som limited partnership (tilsvarende norske kommandittselskaper) tilsier dette isolert sett at verdipapirfondloven ikke bør velges som modell for private equity fond. I tillegg kommer at limited partnership-modellen internasjonalt anvendes for å sikre skattemessig transparens. Dette innebærer blant annet at fondet som sådan ikke er et skattesubjekt, men at gevinster og tap tilordnes den enkelte investor. Skal derfor Verdipapirfondloven også regulere virksomheten til private equity fond må de skattemessige konsekvenser kartlegges og det bør innarbeides en modell som sikrer skattransparens. Dette vil i så fall, dersom det skal gjøres innenfor rammene av Verdipapirfondloven, medføre behov for vesentlige endringer i Verdipapirfondloven.

## 3.6 Oppsummering

Argentums generelle kommentarer til lovforslaget for Spesialfond kan oppsummeres i følgende hovedpunkter:

- (i) Private equity fond (herunder venture fond) er ikke verdipapirfond. Private equity fond driver en virksomhet som er vesentlig forskjellig fra hva som gjelder for vanlige verdipapirfond, herunder hedgefond.
- (ii) Verdipapirfondloven er ikke egnet for å regulere private equity fond.
- (iii) Internasjonalt vil man ikke regulere private equity fond tilsvarende det som er foreslått i forslaget til regler for Spesialfond. Internasjonalt organiseres private equity fond hovedsakelig som "limited partnership".
- (iv) Høringsnotatet gir ikke en egnet bakgrunn for (eventuelt) å lage regler for Spesialfond som også gjelder private equity fond. Det er ikke foreslått regler for innbetaling i transjer, forvaltningen kan skje av fondsforvaltningsselskap og skattemessige spørsmål er ikke behandlet mv. Argentum foreslår primært at private equity fond ikke reguleres av reglene for Spesialfond, jf. punkt 4 nedenfor. Reglene for Spesialfond bør begrenses til å omfatte hedgefond.
- (v) Eventuell særlig lovregulering av private equity fond bør vurderes særskilt av et separat utvalg sammensatt av personer med kompetanse innenfor feltet. Når det

gjelder spørsmålet om hva og hvordan private equity fond (eventuelt) bør reguleres, vises til punkt 4 nedenfor.

## **4. Regulering av private equity fond – hvem skal reguleres og hvordan**

### **4.1 Forvaltere - Rådgivere**

Tradisjonelt, nasjonalt og internasjonalt, vil det rettssubjekt som gir råd om hvilke investeringsbeslutninger som private equity fondet treffer ikke selv treffe en investeringsbeslutning. Derfor omtales den som gir råd om hvilke investeringsbeslutninger fondet bør treffe mest riktig som rådgiver (advisor). Ofte anvendes også termen forvalter, selv om dette er noe misvisende så lenge det ikke treffes investeringsbeslutninger.

Termen forvalter bør begrenses til tilfeller hvor et rettssubjekt også treffer investeringsbeslutninger for fondet. Dette vil, som nevnt, ikke være tilfelle ved rådgivning overfor private equity fond, men derimot være situasjonen ved et alminnelig verdipapirfond hvor investeringsbeslutningene treffes av fondsforvaltningsselskapet.

Investeringsrådgivning vil etter gjeldende rett kunne utøves uten konsesjon. Det vises her til lov om verdipapirhandel av 19. juni 1997 nr. 79 ("Verdipapirhandelloven"). Det følger av Verdipapirhandelloven § 7-1, jf. § 1-2 sammenholdt med samme lovs § 8-2 at investeringsrådgivning ikke er en konsesjonspliktig investeringstjeneste og derfor ikke konsesjonspliktig.

Som følge av EUs vedtakelse av Rådskolektiv 2004/39/EC on Markets in Financial Instrument vil investeringsrådgivning bli en konsesjonspliktig virksomhet. Direktivet skal implementeres i norsk rett.

De rettssubjekter som yter investeringsrådgivning til private equity fond vil derfor i nær fremtid måtte søke konsesjon til å være verdipapirforetak i henhold til Verdipapirhandelloven. Foretakene vil bli underlagt krav til minimumskapital, krav til interne rutiner, bestemmelser om god forretningsskikk samt underlagt tilsyn av Kredittilsynet. I Kredittilsynets høringsnotat er forholdet til EUs direktiv vedrørende "Markets in Financial Instruments" ikke vurdert. Å regulere investeringsrådgivere som yter rådgivning overfor private equity fond innenfor rammene av Verdipapirhandelloven fremstår som langt mer hensiktsmessig enn å regulere de som fondsforvaltere i henhold til Verdipapirfondloven. Slik lovregulering vil også sikre parallellitet til øvrige land innenfor EU og EØS-området.

Argentum mener derfor at rådgivere som yter investeringsrådgivning overfor private equity fond bør reguleres som verdipapirforetak i henhold til Verdipapirhandelloven.

I så fall må vurderes hvordan dette best kan gjennomføres. Det vil være enkelte bestemmelser i Verdipapirhandelloven som ikke fullt ut kan gjøres gjeldende overfor rådgivere som yter investeringsrådgivning overfor private equity fond.

Dette gjelder blant annet Verdipapirhandelloven § 8-4 som i utgangspunktet setter forbud mot at ansatte i verdipapirforetak er medlem av styret mv. i selskaper hvis aksjer mv. er notert på børs. Denne bestemmelsen er uheldig i et tilfelle hvor realisasjon av en investering som fondet har gjort skjer gjennom børsnotering. Typisk vil ansatte i foretaket som yter investeringsrådgivning sitte som styremedlem i en av porteføljebedriftene fondet har investert i og det er lite hensiktsmessig og kan være verdireducerende å trekke seg som styremedlem i forbindelse med en realisasjon som skjer gjennom børsnotering.

Eksempel på en annen bestemmelse som må tilpasses dersom investeringsrådgivere som yter råd til private equity fond kan omfattes av verdipapirfondloven, er § 2a-4 vedrørende krav til habilitet. Bestemmelsen gjør det vanskelig for ansatte i verdipapirforetak å være involvert i beslutninger relatert til selskaper de har styreverv i eller for øvrig har en tilknytning til. Sett hen til den type aktiv oppfølging private equity har av porteføljeselskapene det er investert i, vil en slik bestemmelse være vanskelig å etterleve i praksis.

Argentum gjør oppmerksom på at det også kan være andre bestemmelser i Verdipapirhandelloven som må tilpasses og/eller gis dispensasjon fra dersom investeringsrådgivere som yter råd overfor private equity fond skal underlegges konsesjonsreglene i Verdipapirhandelloven.

## 4.2 Regulering av private equity fond ?

Argentums utgangspunkt er at forvalter/rådgiver til private equity fond skal være regulert, jf punkt 4.1 over. Det er da i utgangspunktet ikke behov for å regulere private equity fond (kapitalbasen) som sådan. Eventuell regulering må begrenses til å kontrollere at det gis tilstrekkelig informasjon (prospekt mv) til investorene. Argentum legger til grunn at det ikke er aktuelt å oppstille rammer for investeringsvirksomheten til et private equity fond. Eventuell regulering av private equity fond bør uansett utredes nærmere før dette eventuelt gjennomføres.

Med vennlig hilsen  
Argentum Fondsinvesteringer AS

  
Jørgen Kjærnes  
Administrerende direktør