

THOMMESSEN

Finansdepartementet
Postboks 8008 Dep
0030 Oslo

Ref: 03/2992

THOMMESSEN KREFTING GREVE LUND AS
ADVOKATFIRMA
HAAKON VII'S GATE 10
POSTBOKS 1484 VIKÅ, N-0116 OSLO
TELEFON +47 23 11 11 11
TELEFAKS +47 23 11 10 10
FORETAKSREGISTERET NO 957 423 248 MVA
WWW.THOMMESSEN.NO
OSLO, BERGEN, LONDON, BRUSSEL

Vår referanse 849004/2
Ansvarlig advokat Marianne Bergmann Røren

Oslo, 15. april 2005

HØRINGSUTTALELSE – FORSLAG TIL REGULERING AV SPESIALFOND (HEDGEFOND OG VENTUREFOND)

1 INNLEDNING OG BAKGRUNN

Det vises til Kredittilsynets høringsnotat om spesialfond datert 18. november 2004, med høringsfrist 15. april 2005. På vegne av advokatfirmaet Thommessen avgis høringskommentarer knyttet til enkelte deler av lovforslaget.

Innledningsvis ønsker vi å presisere at vi ser positivt på at det nå legges opp til en oppmykning av fondslovgivningen. Kredittilsynet har utarbeidet et grundig og godt dokumentert forarbeid som grunnlag for innføring av nye regler på området.

2 GRENSEN MELLOM IKKE-PROFESJONELL OG PROFESJONELL INVESTOR

Den prinsipale innvending Thommessen har mot lovforslaget er at spesialfond kun skal forbeholdes profesjonelle investorer. Vi er av den oppfatning at spesialfond etter loven bør kunne tilbys allmennheten og at eventuelle grenser for hvem som skal kunne delta bør overlates til produkttilbyder. Det er flere årsaker som begrunner vårt synspunkt:

- a) For det første er det i de jurisdiksjoner som representerer størst konkurranse for norske aktører ikke innført et slikt skille. I denne sammenheng sikter vi hovedsaklig til Sverige og Danmark som må antas å være de land som reelt sett utgjør størst konkurranse på området. Etter vårt syn vil innføring av et eget skille i Norge medføre en konkurransevridning som medfører at investert kapital i såkalte hedgefond primært tilfaller våre naboland.
- b) For det andre synes det som Kredittilsynet legger til grunn at fond etablert etter den foreslåtte spesialfondlovgivning vil innebære en høyere risiko for investoren enn fond etablert etter den alminnelige fondslovgivningen. Til dette bemerkes at risikoen ved hedgefond ikke automatisk er høy, snarere tvert imot, og at mange tradisjonelle aksjefond, som eksempelvis bransjefond, har meget høy risikoprofil.

- c) For det tredje eksisterer det i dag en rekke andre investeringsalternativ for den ikke-profesjonelle investor som kan innebære en svært høy risiko. Eksempler på dette er privatpersoners frie adgang til kjøp av noterte og unoterte enkeltaksjer, short salg og handel i derivatprodukter.
- d) For det fjerde kan det argumenteres med at det å sette bort midler til forvaltning til profesjonelle forvaltere i seg selv er mindre risikofullt enn at den ikke-profesjonelle investoren skal treffe egne investeringsbeslutninger ved f.eks å investere i enkeltaksjer.

3 DEFINISJONEN AV PROFESJONELL INVESTOR

Vi mener som nevnt ovenfor at adgangen til å investere i spesialfond ikke kun skal være forbeholdt dem som defineres som profesjonelle investorer. Subsidiært, dersom lovgiver likevel skulle velge en slik løsning har vi også innvendinger mot deler av definisjonen av profesjonell investor i forslag til endringer i lov om verdipapirfond § 1-6 annet ledd nr.2.

- a) Det er oppstilt et krav om at investor ved siste års ligning skal ha en brutto finansformue på minst 5 millioner kroner. Kredittilsynet har tatt utgangspunkt i MiFIDs formueskrav. Etter dagens valutakurser er beløpet ca. en million kroner høyere enn det som følger av MiFID, dvs. 500 000 euro. På bakgrunn av dette mener vi at beløpet er satt for høyt. Dersom lovgiver mener det er riktig å forholde seg til MiFIDs definisjoner bør beløpet i så tilfelle være likt og settes til 500 000 euro. Imidlertid mener vi at også dette er for høyt fordi det er så få privatpersoner i Norge som vil oppfylle et slikt formueskrav (også pga. verdsettelsesprinsipper i ligningen for investering i SMB-noterte og unoterte aksjer), og at dette vil uthule etableringen av norske spesialfond og nordmenns investering i slike til fordel for utenlandske fond.
- b) Det er videre et krav om at investor ved første gangs tegning og i hele andelseiersperioden må ha tegnet seg for minst 500 000 kroner. Vi kan ikke se rasjonale bak et slikt krav. Dersom en investor først er definert som profesjonell bør allokering av investert kapital være overlatt til investoren selv, det må også være det som korresponderer best med generelle risikobetraktninger. Et eventuelt krav om minstetegning bør som nevnt ovenfor overlates til fondstilbyderen.
- c) Det er oppstilt et kunnskapskrav hvoretter forvaltningsselskapet skal vurdere hvorvidt investor *"kan treffe sine egne investeringsbeslutninger og forstå risikoen forbundet med plassering i spesialfond"*. Slik vi vurderer dette vilkåret innebærer det en subjektiv, vanskelig og så vidt uoversiktlig vurdering for fondsselskapet, med risiko for ansvar, som vi tror vil virke svært dempende på viljen til å etablere spesialfond.
- d) Slik forslaget er utformet vil et selskap som er hundre prosent eiet av en profesjonell investor ikke være omfattet av begrepet profesjonell investor. Vi mener at lovforslaget bør ta høyde for at investeringen i spesialfond også kan skje gjennom eget selskap.

I tillegg er vi uenige i vilkåret om at investor skal gi avkall på beskyttelsen i henhold til god forretningsskikk slik det følger av forslag til endringer i lov om verdipapirfond § 10-2 annet ledd, første punktum, da dette korresponderer dårlig med forvaltningsselskapets plikt til å utøve sin virksomhet i samsvar med god forretningsskikk i verdipapirfondloven § 4-2, som skal gjelde også for spesialfond.

4 SÆRLIG OM VENTUREFOND

Venture og private equity virksomhet organiseres i dag typisk gjennom et "limited partnership" eller som aksjeselskap, og ikke som verdipapirfond.

Verdipapirfondslovgivningen er generelt ikke tilpasset private equity og venture virksomhet. Det skal ikke av den grunn utelukkes at det kan være av interesse for bransjen å gis tilgang til ytterligere en struktur for etablering av denne type virksomhet. Det er imidlertid viktig at dette da blir et *alternativ* til de strukturer som i dag benyttes, og slik at det klargjøres at det bare er der virksomheten er organisert som spesialfond at verdipapirfondloven (vpfl.) får anvendelse.

Det skillet som er oppstilt i forslaget mellom venture- og private equity fond synes tilfeldig og vil i praksis være vanskelig å praktisere. Venturefond defineres som fond hvis *"eneste formål er å plassere midler som er i en tidlig fase av sin utvikling, med formål å være med å utvikle foretaket for en periode for deretter å selge seg ut"*. Det er en glidende overgang mellom venture aktivitet og buyout/PE-aktivitet. Felles for begge investeringsformer er at investeringer gjøres for å utvikle porteføljeselskapene for deretter å selge seg ut, og det er vanskelig å avgjøre når et selskap skal anses å være i en tidlig fase av sin utvikling. Risiko knyttet til investeringene er heller ikke nødvendigvis avhengig av om fondet driver typisk med VC eller PE investeringer. Et skille mellom VC- og PE-fond fra regulatorisk ståsted blir etter vår oppfatning unaturlig.

Det er i forslaget gjort noen tilpasninger for venturefond sammenlignet med andre spesialfond, nærmere bestemt hvor ofte andelsverdi skal beregnes og anvendelsen av vpfl § 4-9. Et venturefond som organiserer seg under verdipapirfondloven vil imidlertid etter forslaget fortsatt være underlagt en rekke bestemmelser som er u hensiktsmessige. Dette gjelder blant annet:

- a) *Begrensinger på trinnvis innbetaling.* Investorer i venture- og PE-fond vil ønske at kapitalen kalles inn fortløpende etter hvert som kapitalbehovet oppstår (dvs. når nye investeringer skal gjøres). Dette for å unngå at fondet i lengre perioder sitter på kapital som den ikke har behov for i sin virksomhet. Det er uklart i hvilken grad verdipapirfondloven gjør det mulig for fondet å forplikte andelseierne til fremtidige innbetalinger (i tråd med investeringsavtalen).
- b) *Begrensninger i investeringsadgangen.* Det er foreslått at vpfl § 4-9 første ledd ikke skal få anvendelse, men likevel slik at dersom et venturefond har investert mer enn 10 % i et selskap kan ikke forvaltningsselskapet plassere midler fra andre fond i samme selskap. Dette kan være problematisk for forvaltere/rådgivningselskaper som opptrer for flere fond og vil umuliggjøre etableringen av parallellfond.
- c) *Forbudet mot garanti- og kausjonsforpliktelser.* Avhengig av tolkningen av verdipapirfondlovens bestemmelser, kan denne begrensningen gjøre det vanskelig for venturefond å avgi garantier knyttet til realiseringer av porteføljeselskapene.
- d) *Beregningen av andelsverdier.* Det er foreslått at forvalter skal sørge for å beregne andelsverdien for venturefond hver sjette måned. Slike beregninger vil være usikre og skjønnspregede for de typiske venturefondinvesteringer og det synes derfor som unødvendig og kostnadsdrivende at beregningen skal godkjennes av uavhengig tredjepart.

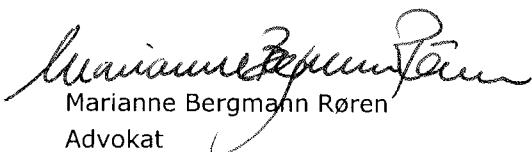
THOMMESSEN

- e) *Begrensninger på at forvalter også driver annen type virksomhet.* Dette vil gjøre det problematisk for forvaltere å yte konsulentvirksomhet til porteføljeselskaper mv eller rådgivning til venturefond som ikke er organisert under verdipapirfondloven.
- f) *Forbud mot deltakelse i investeringsbeslutninger vedrørende selskaper hvor man er involvert i ledelsen.* Det typiske ved venturefond er nettopp aktivt eierskap og en slik begrensning er dermed stikk i strid med selve forretningsmodellen for slike fond.
- (i) *Begrensningen til profesjonelle investorer.* Det vises til de generelle kommentarer om dette ovenfor. Et tilleggspoeng er at det synes ulogisk at man må være profesjonell investor for å investere i et venturefond, hvor en profesjonell forvalter foretar investeringer i flere porteføljeselskaper, mens alle investorer i prinsippet står fritt til å investere direkte i slike selskaper eller i venturevirksomhet organisert på annen måte enn som spesialfond.

Det er sannsynlig at denne bransjen vil bli underlagt regulering i større grad i tiden fremover bl.a. med bakgrunn i MiFID (som pålegger konsesjonskrav også ved ren rådgivningsvirksomhet) og andre pågående initiativer. Det kan imidlertid være behov for en mer prinsipiell gjennomgang av behovet for en ytterligere regulering og hvilken form denne eventuelt skal ha. Det vil her være viktig at man tar hensyn til denne bransjens forretningsmodell i langt større grad, samt at den norske bransjen underlegges en regulering som gjør den internasjonalt konkurransedyktig. Selv om dette faller utenfor rammen for dette høringsnotat, bemerkes at dersom verdipapirhandellden skulle gis økt anvendelse på denne type virksomhet, må virksomhets- og atferdsreglene i denne loven tilpasses VC- og PE-virksomhet. Det vil inkludere en detaljert gjennomgang av de særnorske begrensninger knyttet til egenhandel, eiendeler og deltakelse i andre virksomheter/porteføljen, mv. Dersom dette ikke gjøres, vil en utvidelse av konsesjonsområdet for verdipapirhandellden (som vil skje ved en implementering av MiFID) vanskeliggjøre virksomheten til norske forvaltere innen VC- og PE sektoren.

Det kan være mulig å regulere denne bransjen både etter verdipapirfondloven og verdipapirhandellden, avhengig av hvordan virksomheten er organisert. Det bør imidlertid da gjøres klart at det er opp til markedsaktørene å vurdere hvilket regelsett de ønsker å være underlagt. En langt klarere avgrensning mellom anvendelsesområdet til verdipapirfondloven og verdipapirhandellden vil da være nødvendig slik at man med sikkerhet kan fastslå hvilket regime virksomheten er underlagt.

Med vennlig hilsen
Thommessen Krefting Greve Lund AS


Marianne Bergmann Røren
Advokat


Sverre Tyrhaug
Advokat