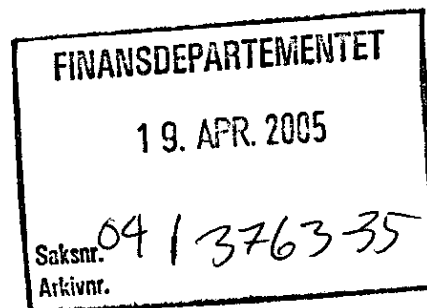


Finansdepartementet  
Postboks 8008 Dep  
0030 Oslo



Oslo, 15. april 2005

## HØRINGSUTTALELSE – FORSLAG OM REGULERING AV "SPESIALFOND"

Norsk Venturekapitalforening (heretter omtalt som Norsk Venture) representerer de profesjonelle egenkapitalmiljøene i Norge som investerer i nyskaping- og vekstforetak gjennom langsiktig og aktivt eierskap. Foreningen ble etablert i 2001 og medlemsmassen inkluderer investeringsmiljøer innenfor såkorn, venture og buy out, samt tjenesteleverandører til bransjen. Norsk Venture har i dag ca. 40 investerende medlemmer som forvalter over 18 mrd NOK. Størsteparten av dette er kapital investert i norske bedrifter med potensiale til å skape robuste arbeidsplasser, betydelig verdiskaping og god lønnsomhet.

Omfanget på et lands private equity-bransje betraktes internasjonalt for å være en sentral indikator på den nasjonale evnen til næringsutvikling og innovasjon. Den norske bransjen er ung, men i god vekst. Den er imidlertid fortsatt sårbar, og spesielt utsatt for endringer i rammebetingelsene som ikke harmonerer med utviklingen i EU.

Vi vil nedenfor oppsummere foreningens viktigste synspunkter vedrørende forslaget om spesialfond. I det etterfølgende vil vi redegjøre for bransjens forretningsmodell, omfang og virkemåte, og på denne bakgrunn utdype nærmere våre kommentarer til forslaget.

Denne høringsuttalelsen er utarbeidet med assistanse fra advokatfirmaene Schjødt og Wikborg Rein & Co.

### 1. OPPSUMMERING

Bransjen ønsker være et godt investeringsalternativ for både norske og internasjonale investorer, og en attraktiv investeringspartner for bedrifter med utviklingspotensial. Norsk Venture stiller seg i utgangspunktet åpne til en regulering av bransjen, under forutsetning av

- at en regulering er tilpasset bransjens forretningsmodell
- at regulering ikke vil kreve uforholdsmessig administrativ ressursbruk for en bransje dominert av små rådgivningsmiljøer
- at en regulering er harmonisert med utviklingen i EU, og i særdeleshet med utviklingen i Norden som er bransjens primære konkurransearena

Forslaget om regulering av spesialfond har ikke tatt utgangspunkt i private equitys virkemåte. Konsekvensen av dette er at sentrale prinsipper i forslaget utilsiktet kolliderer med forretningsmodellen for denne bransjen.

EU direktivet MiFID (regulering av finansielle tjenester) ble vedtatt i fjor, og det foregår en prosess både i Norge og EU i forbindelse med implementeringen av dette. Av grunner som fremgår nedenfor mener Norsk Venture at en regulering av rådgivermiljøene er å foretrekke fremfor en regulering som også omfatter selve fondet. En generell pan-europeisk regulering er også langt å foretrekke fremfor en særnorsk lovgivning.

Vi har i notatets kap 3 også redegjort for forskjellige bestemmelser i verdipapirhandelsloven som gjør det uhensiktsmessig for rådgivere innen private equity å søke konsesjon som verdipapirforetak. Vi redegjør gjerne nærmere for disse forhold.

Norsk Venture vil anbefale at forslaget om regulering av spesialfond ikke omfatter private equity bransjen generelt, eller såkorn og venture spesielt. Alternativt krever forslaget en omfattende bearbeiding for å virke hensiktsmessig etter bransjens forretningsmodell, og det bør da utredes grundigere gjennom en NOU. Dette bør også sees i sammenheng med bransjens rolle i det nasjonale innovasjonssystemet, og de politiske målsettingene på dette området.

#### BEGREPSBRUK

Venture og private equity-bransjen er preget av utstrakt bruk av engelske begreper. Begrepsbruken i bransjen er ikke alltid konsekvent. I denne høringsuttalelsen benytter vi begrepet "private equity" som samlebetegnelse på såkornkapital, venturekapital og buy out-kapital. Bruken av begrepet "private equity" kan gi opphav til forvirring idet det også brukes i meningen "buy out".

Når vi i det følgende benytter betegnelsen "fond" om private equity investeringsselskaper, innebærer det ingen henvisning til verdipapirfond slik disse er definert i verdipapirfondloven. Det er i bransjen vanlig å bruke begrepet "fond" om private equity investeringsselskaper (uavhengig av organisasjonsform) og det gjøres også i dette notatet.

Med begrepet "porteføljeselskap" menes et eller flere selskap(er) som et private equity fond har investert i.

Begrepene "rådgiver" brukes om selskapene som fungerer som investeringsrådgivere for private equity fond.

## 2. BRANSJENS FORRETNINGSMODELL, OMFANG OG VIRKEMÅTE

### 2.1 INNLEDNING

#### RÅDGIVNINGSMILJØENE

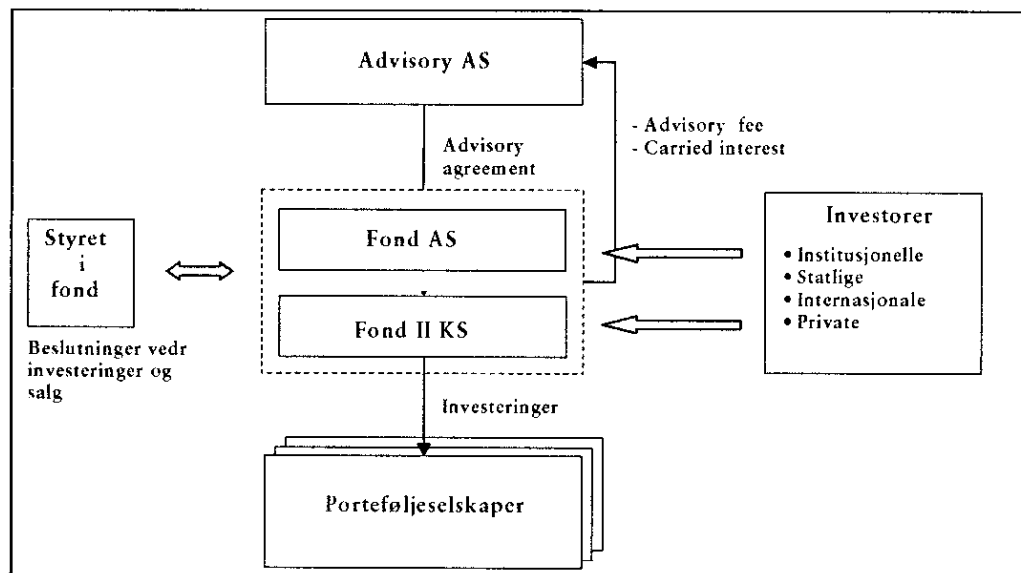
Innenfor venture er det ca 25 rendyrkede rådgivningsmiljøer og innenfor buy out ca 6 rådgivningsmiljøer. Såkornmiljøene er noe vanskeligere å kartlegge idet det finnes en rekke regionale og lokale initiativer bl.a. med kommunal og fylkeskommunal støtte. Vi vil anta at det samlet finnes ca 10-15 betydelige rådgivningsmiljøer innenfor såkorn. Disse rådgivermiljøene "forvalter" fondene i den forstand at de:

- kartlegger investeringsmuligheter og foreslår disse for fondet
- etter instruks forestår forhandling av avtaleverk m.m. (før dette forelegges for fondet for endelig godkjenning)

- stiller ansatte til disposisjon for styreverv og rådgivning i porteføljeselskaper
- kartlegger mulige realisasjonsalternativer og foreslår slike for fondet
- besørger rapportering og lignende til fondets investorer

Rådgivningsselskapene vil ikke treffe egne beslutninger om salg eller realisasjon av andeler i porteføljeselskaper. Slik myndighet ligger hos fondets styre (eventuelt komplementarens styre, se nedenfor).

Private equity-kan beskrives som spesialistkompetanse på eierskap i en usikker fase. Rådgivningsmiljøene består av mennesker som gjerne har vært gründere selv, ofte kombinert med erfaring fra forskning, industri eller restrukturering. Disse miljøene har mellom 1 og 10 ansatte, gjennomsnittet i de norske miljøene er 3,5 ansatte. De har vanligvis lite egne finansielle midler, men bidrar med kompetanse og erfaring i bedrifter hvor få andre er villige til å ta risiko. Forretningsmodellen består i å rådgi om investeringer av andres penger, og bygge verdier i disse virksomhetene gjennom langsiktig aktivt eierskap. Man selger seg ut når bedriften er "over kneika" og er blitt en attraktiv bedrift for potensielle nye eiere.



Aktivt eierskap i denne sammenheng innebærer styrerepresentasjon, ofte styrelederskap, rådgivning og tett oppfølging av selskapets ledelse samt god kontroll med fremdrift og utvikling. Det er svært arbeidsintensivt, og hver person hos rådgivningsselskapet har vanligvis ansvar for maksimum 3 - 5 bedrifter. Private equity-selskapene går vanligvis inn med en eierandel på mellom 20-50% (buy out fondene oftest mellom 50-100%) mens selskapets egne ansatte ofte besitter en betydelig eierandel. Medeierskap er ønskelig, fordi erfaringsmessig er de ansattes motivasjon og vilje til å bygge egen bedrift en forutsetning for å lykkes.

#### INVESTORENE

Investorene i private equity-fondene er bedrifter, pensjonskasser og livselskaper, staten (ved Argentum) samt private investeringselskaper som forplikter seg til en langsiktig investering på 7 til 10-12 år. Disse aktørene investerer størsteparten av midlene i eiendom, på børs eller i andre mer likvide verdipapirer. Konkurransen om kapitalen er svært krevende, selv om bransjen kan vise til en konkurransedyktig avkastning over tid. Sammenlignet med våre nordiske naboland har vi en betydelig lavere tilstrømming av kapital fra pensjonskasser og livselskaper, som er en av de største kapitalkildene til innovasjon og næringsutvikling både i Norden og Europa for øvrig.

Bransjen har også en betydelig lavere andel internasjonale investorer i norske fond (ca. 26%) enn for eksempel i svenske fond (ca. 70%). Norden er internasjonalt anerkjent som ledende innen teknologisk innovasjon, men Norge ligger foreløpig på 4. plass bak Danmark, Finland og Sverige i konkurransen om internasjonal kapital. Dette er en posisjon bransjen jobber aktivt med å forbedre, og en god skatterefor har vært et positivt bidrag til dette. Det er imidlertid avgjørende at vi opererer innenfor kjente og EU-standardiserte regimer, og ikke innfører særnorske begrensninger som kan fortone seg som ulemper for investorene.

#### PORTEFØLJEBEDRIFTENE

Av de ca 24.000 bedriftene som etableres i Brønnøysund årlig, regner NHD at det er maksimum 5% som kan karakteriseres som vekstbedrifter, dvs. representerer en betydelig fremtidig arbeidsgiver. Det er disse bedriftene som er interessante for såkorn- og ventureselskapene.

I norsk venturebransje investeres det særlig i prosjekter innen IT/telekom, energi/olje og bioteknologi/medisin. Bransjen har en viktig rolle i det nasjonale innovasjonssystemet i å utvikle bedrifter fra prosjekter som springer ut fra de internasjonalt konkurransedyktige forskningsmiljøene i Norge. Rådgivningsmiljøene har etablert god kontakt med TTO'er (Technology Transfer Office) ved universitetene. Bransjen har store forventninger til resultatene fra de nye landsdekkende såkornfondene med statlig risikoavlastning, de såkalte teknologifondene som skal etableres i universitetsbyene Oslo, Bergen, Stavanger og Trondheim.

#### FORRETNINGSMODELLEN: "INTELLIGENT KAPITAL"

Et særtrekk ved private equity er elementet av forretningskompetanse som tilbys porteføljeselskapene i kombinasjon med de finansielle investeringene, ofte omtalt som "intelligent kapital". Hovedregelen er at et private equity fond bidrar med aktiv deltakelse i det enkelte porteføljeselskapet i form av styreverv, men også konsulentlignende tjenester til ledelsen i porteføljeselskapene. Det som er styrende både for investeringsbehovet og innholdet i disse tjenester, er hvor porteføljebedriften befinner seg i livssyklusen.

#### SÅKORN – OPPSTART

Såkornsfasen er betegnelsen på den helt tidlige fasen i en bedrifts liv, før det er etablert en omsetning av betydning eller overhodet. Vanligvis foreligger det fortsatt teknologisk risiko, altså usikkerhet om produktet faktisk virker. Den kritiske kompetansen for rådgiverne i denne fasen er å være teknologispeidere; å kunne vurdere hvorvidt en uprøvet teknologi vil kunne lykkes. Dette er svært usikre prosjekter, og i alle vestlige land er staten en betydelig risikoavlaster for investorer i denne fasen. I Norge er dette en svært underutviklet fase som representerer bare 17% av antall investeringer innenfor private equity i 2004. Behovet for såkornkapital har vært betydelig i de senere år, og dette har utvilsomt bidratt til å dempe entreprenørskapet og oppstart av nye virksomheter i hele landet.

Såkornselskapene er få og har små rådgivningsmiljøer med vanligvis 1-4 ansatte. Dette er den mest sårbare og kritiske fasen i bransjens verdikjede spesielt og for forskningsbasert nyskaping generelt. Det ser imidlertid ut til å være bred politisk forståelse for nettopp dette.

#### VENTURE – VEKST

Ventureselskapene investerer i gründer- og vekstselskaper i en ekspansjonsfase med betydelig markedsmessig risiko. Denne fasen kan delvis overlappes både med såkorn og buy out, avhengig av det enkelte ventureselskaps investeringsfokus. I venturefinansierte porteføljeselskaper vil ledelsen ofte ha behov for tilgang på kommersiell kompetanse, typisk hva gjelder kommersialisering av teknologi eller internasjonal satsing. Dette er kompetanse som rådgivermiljøene bidrar med både gjennom styreverv og tett oppfølging. Venturerådgiveren fungerer som sparringpartner, døråpner, strategisk rådgiver og internasjonal nettverksbygger for ledelsen i selskapet.

Dette er den mest utviklede fasen i den norske bransjen, særlig innen IT/telekom segmentet. Vekstfasen representerer 71% av antall investeringer innenfor private equity i 2004.

#### BUY OUT – INDUSTRIUTVIKLING

Buy out virksomhet er videreutvikling av modne selskaper. Utgangspunktet er ofte bedrifter som har utviklingsmessig stagnert i sitt eksisterende eierskap. Det kan være en passiv eiergruppering i et børsnotert selskap eller følgende av et generasjonsskifte i et familieeiet selskap. Porteføljeselskapet har gjerne et uutnyttet potensiale for verdiutvikling, og kjernekompetansen hos rådgiverne er nettopp bedriftsutvikling gjennom aktivt eierskap og engasjement. Buy out aktører besitter spesialkompetanse innen restruktureringer og bedriftsutvikling. Buy out fond erverver ofte majoritetsposisjoner i porteføljeselskapet med ambisjon om å revitalisere selskapet etter gjennomført investering. Dette tilsier stor grad av aktivt engasjement på styrenivå.

Buy out aktører er viktige for å skape dynamikk og næringsutvikling i markeder. Det er et klart behov for både kapital og kompetanse for å lykkes med internasjonalisering av norske mellomstore bedrifter. Dette har tidligere vært en lite utviklet profesjonalisert kompetanse i Norge hvor det denne typen restrukturering har vært foretatt av konserner eller formuende privatpersoner. Vi ser imidlertid en svært positiv utvikling bl.a. med etableringen av 4 betydelige norske fond innen denne fasen siste år.

## 2.2 VARIGHET PÅ INVESTERINGENE

Private equity fond er vanligvis tidsavgrensede til 8-12 år, og aktørene har normalt allerede på investeringspunktet kartlagt realisasjonsplaner for porteføljeselskapet. Vilklårene for fondet (se nedenfor) tillater som regel kun at penger, og ikke aksjer, deles ut ved likvidasjon av fondet. De fleste utdelingene skjer ved realisasjon av investeringer, ikke ved endelig likvidasjon av fondet. Dette innebærer at fondene vil arbeide for at investeringen realiseres i kontanter innenfor avtalt tidsplan.

Realisasjon kan skje på en rekke måter, for eksempel:

- Salg av enkeltstående aksjepost til "privat" kjøper
- Salg av samtlige aksjer i selskapet til industriell aktør
- Børsnotering med etterfølgende nedsalg
- Fusjon med børsnotert selskap, med etterfølgende nedsalg
- Salg av innmat, med etterfølgende avvikling av porteføljeselskapet

## 2.3 SELSKAPSSTRUKTUR

Private equity bransjen har historisk særlig blitt utviklet i USA. I praksis ser man ofte at struktureringen av fond i andre land er inspirert av amerikanske vilkår og modeller så langt det lar seg gjøre innenfor det aktuelle lands rettsregler.

For at norske private equity miljøer skal kunne tiltrekke seg utenlandsk kapital, må det være mest mulig i samsvar mellom norske fond og internasjonale anerkjente modeller. Det er vår oppfatning at internasjonale investorer krever fondsstruktur som er internasjonalt kjente eller strukturer som ligner på slike.

Videre er det naturligvis viktig for norske private equity miljøer at norske fond kan drives på slike vilkår at norske investorer ikke velger å investere i utenlandske fond pga gunstigere rammevilkår. Dette tilsier at rammevilkårene for norske private equity miljøer ikke bør være dårligere enn for de utenlandske miljøene.

Fond rådgitt av norske rådgivermiljøer har særlig blitt etablert som aksjeselskaper, kommandittselskaper og i enkelte tilfeller også som indre selskaper. Enkelte fond er også etablert i utlandet og da særlig på Jersey eller Guernsey. Slike fond etableres normalt som "limited partnerships" (tilsvarende kommandittselskap).

Ved valg av selskapsstrukturer blir det bl.a. lagt vekt på at strukturen skal ivareta følgende forhold:

- (i) inneholde de normale vilkår for venture og buy out fond, som for eksempel suksessiv innbetaling av kommittert kapital, se punkt 2.6 nedenfor.
- (ii) være akseptabel (også) for utenlandske investorer, herunder i størst mulig grad være skatteoptimal;
- (iii) kunne gi grunnlag for en hensiktsmessig beslutningsstruktur;
- (iv) være fleksibel og kunne anvendes av rådgivningsmiljøer med begrenset finansiell styrke;
- (v) inneholde hensiktsmessige løsninger i forhold til bestemmelser om konsesjonspliktige finansielle tjenester i lov om verdipapirhandel av 19. juni 1997 nr. 79 (verdipapirhandelloven)

I denne sammenheng vises også til at European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA) har definert fem kjerneegenskaper for et optimalt venture- og private equity fond:

- (i) Skattemessig transparent struktur for investorer
- (ii) Muligheten for internasjonale investorer til å unngå å bli ansett for å ha fast driftssted i fondets hjemlands stat
- (iii) Muligheten til å oppnå skatteoptimale løsninger for rådgivermiljøene
- (iv) Muligheten til å unngå merverdiavgift på rådgivers løpende honorar og suksessavkastning
- (v) Å unngå upassende begrensninger på investeringsvirksomheten

I praksis har norske rådgivere søkt å organisere fondene slik at de tjenester rådgiver yter overfor fondene ikke anses som finansielle tjenester som krever tillatelse i henhold til verdipapirhandelloven § 7-1 jf § 1-2.. Bakgrunnen for dette er som nevnt i punkt 3 nedenfor at dagens verdipapirhandellov ikke er tilpasset aktørene innen private equity. Det er særlig grensen mot aktiv forvaltning som er sentral, men også grensene mot ordreformidling og plassering av emisjoner vil kunne være relevante.

Utenlandske fond organiseres normalt som "limited partnerships" (kommandittselskap) hvor investorene er "limited partners" (kommandittister). Investerings- og salgsbeslutninger fattes av "general partner", basert på råd fra et rådgivningsselskap.

Norske fond organiseres sjeldnere på samme måte bl.a. fordi det er et krav i selskapslovens § 3-1 om at en komplementar må eie minst en tidel av kommandittselskapets formue. For rådgivningsmiljøet vil det ofte være for kostnadskrevende og kompliserende dersom det skal eie 10 % av fondet. Når rådgivningsmiljøet ikke er komplementar besitter det heller ikke de administrative rettigheter som tilligger en komplementar etter selskapsloven § 3-11. Rådgivningsmiljøets rettigheter og forpliktelser overfor fondet må i slike tilfeller derfor være basert på en egen avtale.

#### 2.4 TYPISKE VILKÅR

I det følgende beskrives enkelte typiske vilkår for venturefond. Vilkårene er som nevnt særlig utviklet i USA, men anvendes normalt på alle venturefond i Europa og Norge.

(i) Varighet

Fondet vil normalt ha en levetid på 8-12 år. Venturefond som investere i tidligfase (såkorn) har normalt lengre varighet (opptil 15 år) enn fond som investerer i ekspansjonsfasen. Buy out fond har vanligvis 10 års levetid med mulighet for forlengelse i 1+1 år.

Etter fondsetableringen vil nye investorer normalt ikke bli invitert til å delta i fondet. Fondet vil således være "lukket" i levetiden.

(ii) Investeringsbegrensninger og investeringsperiode

Det vil normalt avtales maksimumsbeløp som et fond kan investere i et enkelt porteføljeselskap. Dette vil normalt bli angitt som en prosentandel av den kommitterte kapitalen (typisk mellom 10% og 20% av kommittert kapital).

Det vil ofte også ligge føringer på maksimum størrelse på eierandel som fondet normalt skal ha i det enkelte porteføljeselskap.

Investeringer i nye porteføljeselskaper er som regel begrenset til en "investeringsperiode" på 3-5 år. Etter utløpet av investeringsperioden kan fondet kun foreta oppfølgingsinvesteringer i eksisterende porteføljeselskaper.

Innen såkorn- og ventureinvesteringer er det vanlig at første investering i et porteføljeselskap kun utgjør 30-60% av det beløp fondet "reserverer" til investering i det aktuelle selskapet. Resten holdes av til mulige oppfølgingsinvesteringer.

Innen buy out investeringer er det derimot mer vanlig at de aktuelle porteføljeselskapene kjøpes 100% og derigjennom er ikke behovet for oppfølgingsinvesteringer like stort. Likevel er det normalt å reservere 20-30% av fondet til eventuelle tilleggskjøp i forbindelse med utvikling/vekst av disse porteføljeselskapene.

(iii) Løpende rådgivningshonorar

I praksis er honoraret gjerne 2,0-2,5% p.a., dog slik at beregningsgrunnlaget kan være noe forskjellig, jfr. nedenfor. Honoraret er i utgangspunktet ment å skulle dekke rådgivningsmiljøet administrasjonskostnader, herunder personalkostnader, husleie, reisekostnader etc.

Det løpende honoraret vil normalt påvirke investorens avkastning i betydelig grad. Det er normalt at honoraret i starten av fondets levetid utgjør en proporsjon av kommittert kapital. Ved utløpet av investeringsperioden reduseres gjerne beregningsgrunnlaget f.eks til kostpris av foretatte investeringer fratrukket realiserte investeringer.

Inntekter som rådgivningsmiljøet mottar i forbindelse med styreverv eller konsulentbistand til porteføljeselskaper, vil ofte redusere det løpende rådgivningshonoraret.



(v) Suksessavkastning (såkalt "carried interest").

Rådgivningsmiljøets primære inntektskilde ved siden av det løpende honoraret er "suksessavkastningen" eller såkalt "carried interest". Normalt utgjør dette 20 % av fondets overskudd utover en nærmere angitt minsteavkastning som er forbeholdt investorene. Minimumsavkastningen vil (med dagens rentenivå) normalt utgjøre 6-8 % p.a. av til enhver tid innbetalt kapital.

(vi) Innbetaling og utbetaling

Et fondet vil normalt bare gjennomføre et begrenset antall investeringer, og det kan ta flere år før fondet er fullinvestert.

De fleste investorer vil foretrekke å selv forvalte den "passive" delen av den kommitterte kapitalen inntil kapitalen investeres av fondet i et porteføljeselskap. Derfor baserer de fleste strukturer seg på at kapital innkalles etter behov, dvs rett i forkant av den enkelte investeringen.

Tilsvarende vil kapital som realiseres fra salg eller lignende av andeler i porteføljeselskaper søkes distribuert til investorene i fondet så raskt som mulig.

(vii) Reinvestering

Normalt tillates ikke at proventy som fondet mottar i forbindelse med realiserte investeringer kan reinvesteres av fondet – den kommitterte kapitalen investeres bare "en gang". Det vanlige er som sagt at realiserte midler skal tilbakebetales investorene så snart som mulig etter realisasjonen.

(viii) Rådgivningsmiljøets egne investeringer

Investoren vil normalt kreve at rådgivningsmiljøet investerer egne midler i fondet, eventuelt gjennom en parallelstruktur som alltid investerer sammen med fondet. Dette gir trygghet for at rådgivningsmiljøet og fondet har sammenfallende interesser.

Rådgivningsmiljøet har derimot normalt ikke anledning til å gjøre investeringer i utvalgte enkeltelskaper i porteføljen (såkalt "cherry picking").

(ix) Nøkkelmanssvilkår

Når investorer gjør sin investering i fondet er det hovedsakelig begrunnet med investorens tro på rådgivningsmiljøets evne til å gi råd om attraktive investeringer. Et fond har imidlertid en levetid over mange år, og deler av rådgivningsmiljøet kan forsvinne av ulike årsaker. For å sikre investorene er det normalt å innta mekanismer gir insentiv til raskest mulig å finne nye medarbeidere som fondet står fritt til å akseptere som nye nøkkelmedarbeidere. Videre er det vanlig å regulere konsekvensene av at rådgivningsmiljøet ikke fornyes med nye medarbeidere, f.eks slik at det ikke kan innkalles ny kapital til å foreta nye investeringer, at rådgivningshonoraret reduseres eller at fondet oppløses.

(x) Oppsigelse

Siden fondenes levetid er lang, vil investorene normalt kreve mulighet for å kunne skille lag med rådgivningsmiljøet.

Normalt kan rådgivningsmiljøet kreves erstattet både med og uten krav til å påvise saklig grunn. Det er dog vanlig at konsekvensene av oppsigelse varierer med oppsigelsesgrunnlaget. For eksempel er det ofte vanlig at oppsigelse uten krav til saklig grunn er betinget av at rådgivningsmiljøet mottar kompensasjon. Ved oppsigelse må det videre foretas en beregning og oppgjør av eventuell "carried interest". Mekanismene for dette varierer i praksis en del.

(xi) Rapportering

Investorene krever normalt løpende rapportering om utviklingen av fondets investeringer. Bransjestandarden er at rapporteringsformatet skal tilfredsstillende EVCAs (European Private Equity & Venture Capital Association) standarder. Vanligvis mottar investorene kvartalsvise rapporter som også inneholder verdivurderinger av fondets portefølje. Verdivurderingene følger normalt EVCAs guidelines. Etter en omfattende pan-europeisk prosess på initiativ fra EVCA er det nylig utarbeidet nye "International Valuation Guidelines" som overvåkes av en uavhengig internasjonal komité. Norsk Venture har akseptert disse retningslinjene sammen med de øvrige europeiske bransjeforeningene. Investorene vil ha sterkt preferanse for fond hvor retningslinjene følges, slik at de kan forholde seg til sammenlignbar informasjon på tvers av Europa. Retningslinjene vil tre i kraft i løpet av 2005.

(xii) Fondsorganer

Det er vanlig at fondet har et eget styre. Styrets flertall utpekes i norske fond oftest av fondets investorer. Styrets oppgave er bl.a. å fatte investerings- og salgsbeslutninger for fondet på basis av råd fra investeringsrådgiveren. Ofte etableres en egen investorkomité som har ansvaret for å overvåke rådgivers arbeid for fondet, løse eventuelle interessekonflikter mellom fondet og rådgiver mv.

### 3. REGULERINGSBEHOV

#### 3.1 GENERELT

Norsk Venture er åpne for at private equity bransjen underlegges offentlig regulering. En forutsetning er imidlertid at rammelovgivningen er tilpasset private equity selskaperens forretningsmodell. Det er avgjørende at de administrative og kostnadmessige konsekvensene er overkommelige for små miljøer med få ansatte. En annen forutsetning er at reguleringen er i samsvar med et europeisk regime.

I punkt 3.2 vil vi peke på enkelte bestemmelser i dagens verdipapirhandellov som gjør det u hensiktsmessig å etablere virksomheten som verdipapirforetak. I punkt 3.3 vil vi kort peke på konsekvenser av implementering av MiFID. I punkt 4 vil vi knytte særskilte kommentarer til høringsutkastet.

### 3.2 DAGENS VERDIPAPIRHANDELLOV

Som det fremgår ovenfor har norske rådgivningsmiljøer forsøkt å tilpasse sin virksomhet slik at den ikke krever konsesjon etter verdipapirhandelloven. Bakgrunnen er ikke at aktørene søker å unngå å bli underlagt preseptorisk adferdsregulering, men at den norske verdipapirhandelloven slik utformet i dag, på enkelte områder strider mot private equity bransjens forretningsmodell.

Dette gjelder for eksempel:

- (i) Vphl § 2a-4 som 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. Det er antatt at bestemmelsen må tolkes slik at en ansatt heller ikke kan delta i utarbeidelsen av beslutningsgrunnlaget i slike tilfeller. Siden det normalt er en forutsetning at ansatte i rådgivningsselskapet skal være styremedlem i porteføljeselskapet vil dette stride mot private equity selskapenes forretningskonsept.
- (ii) Vphl. § 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", jfr. vphl § 8-4. Kredittilsynet kan etter vphl. § 8-4 i særlige tilfeller dispensere fra forbudet. Forbudet er problematisk fordi ansatte i rådgivningsselskapet normalt vil fortsette styrevervet i en periode etter børsnotering av porteføljeselskapet.
- (iii) Etter vphl. § 8-5 kan et verdipapirforetak bare kjøpe, selge eller tegne finansielle instrumenter når "handelen foretas som ledd i investeringstjenestevirksomhet" eller "handelen er ledd i foretakets alminnelige kapitalforvaltning". En viktig begrensning i adgangen til egenhandel finnes i vphl § 8-5 annet ledd som bestemmer at verdipapirforetak bare kan handle finansielle instrumenter "notert på regulert marked", dvs. børsnoterte instrumenter. Dette kan gjøre det vanskelig for rådgivningsselskapet å oppfylle investorens krav om at rådgiveren skal investere i fondet og/eller parallellinvestere med fondet. Etter vphl. § 8-5 tredje ledd kan imidlertid Kredittilsynet i "særlige tilfelle" dispensere fra unntaket dersom de finansielle instrumenter ønskes ervervet til "varig eie eller bruk for foretaket".
- (vi) Et verdipapirforetak kan ikke ha ubegrenset ansvar i et annet foretak, jfr. vphl § 8-3 tredje ledd nr. 1. Verdipapirforetaket kan således ikke være komplementar i et KS eller hovedmann i et IS samtidig som det yter konsesjonspliktige tjenester til andre fond. Et verdipapirforetak kan videre ikke ha "eierandeler i og delta i driften av en annen næringsvirksomhet....dersom dette svekker verdipapirforetakets uavhengige stilling", jfr. vphl § 8-3 tredje ledd nr. 2. Dersom rådgivningsselskapet eier andeler i fondet vil det dermed ikke kunne delta i driften av fondet, for eksempel gjennom styrerepresentasjon eller rådgivningsavtale med mindre dette likevel ikke svekker den uavhengige stillingen til rådgiveren.

- (vii) I tillegg må selskapet tilfredstille kapitaldekningskrav og krav til organisering av virksomheten noe som kan være for kostnadskrevenne særlig for mindre fond.

Bestemmelsene gjør at det i praksis er lite hensiktsmessig for selskaper innen private equity å organisere seg som verdipapirforetak.

Adgangen til å endre verdipapirhandelloven er begrenset av EU-rettslige direktiver (herunder særlig ISD-direktivet), jfr EØS-avtalen. Særnorske bestemmelser som ikke er omfattet av EU-direktivet kan dog endres. Alle ovennevnte bestemmelser kan etter vår mening endres uten at dette vil stride mot EØS-avtalen. Gitt at bestemmelsene som strider mot private equity selskaperens forretningsmodell endres og regelverket tilpasses bransjens behov, er Norsk Venture åpne for at rådgivningsselskapene anses som verdipapirforetak og underlegges konsesjonsplikt.

### 3.3 FREMTIDIG REGULERING

Den 19. november 2002 fremsatte Kommissjonen forslag om nytt investeringstjenestedirektiv (COM (2002) 625 final) (heretter omtalt som "MiFID"). Forslaget ble vedtatt i 2004. I henhold til forslaget skal direktivet implementeres i medlemslandene før 1. juli 2006. Direktivet må dersom det blir vedtatt således være implementert i verdipapirhandelloven senest innen denne datoen.

En av konsekvensene av at MiFID vedtas er at investeringsrådgivning blir en konsesjonspliktig investeringstjeneste som er regulert av verdipapirhandelloven. I dette ligger at rådgivningsselskapene sannsynligvis vil bli ansett som et verdipapirforetak som er underlagt verdipapirhandellovens bestemmelser om organisering av verdipapirforetak.

Bestemmelsene som anses problematiske kan imidlertid også endres uten at dette vil stride mot det nye direktivet. Dersom dagens verdipapirhandellov opprettholdes, vil dette innebære en betydelig konkurransevridning i disfavør for norske private equity aktører.

## 4. KOMMENTARER TIL FORSLAGET OM SPESIALFOND

### 4.1 GENERELT

Mens verdipapirhandelloven regulerer forholdet til rådgiverselskapets virksomhet, vil forslaget til spesialfondloven regulere både rådgiverselskapet samt selve investeringsselskapet/fondet.

Som redegjort for nedenfor er Norsk Venture av den oppfatning at en eventuell regulering kun bør omfatte rådgiverselskapets aktiviteter.

Vi oppfatter høringsutkastet slik at det vil bli valgfritt om man velger å organisere seg som et spesialfond eller ikke. Vi har forutsatt at det vil foreligge slik valgfrihet.

#### 4.2 FORM FOR REGULERING

Vi er av den oppfatning at kun rådgiverselskapenes virksomhet bør reguleres, ikke fondene som sådan, ved en eventuell regulering av private equity bransjen. Behovet for fleksibilitet rundt vilkår for investeringene i et venturefond er stort og Norsk Venture tror ikke det foreliggende forslaget til regulering som spesialfond vil ivareta de behov som investorer har.

#### 4.3 SKILLET VENTURE OG PRIVATE EQUITY

Norsk Venture er også av den oppfatning at grensedragningen mellom venturefond og private equity fond som gis i høringsnotatet ikke er hensiktsmessig. Grensen mellom disse to investeringsformene er uklar og glidende. Så lenge det legges opp til valgfrihet om man ønsker å benytte spesialfondsformen eller ei, antar vi likevel ikke at skillet vil bli for problematisk.

#### 4.4 KOSTNADER

Det er en rekke elementer i den foreslåtte spesialfondsordningen som vil medføre betydelige økte kostnader for de fond som skulle velge å organisere seg som spesialfond. Dette gjelder særlig kravet om depotmottaker og dennes noe utvidede ansvarsområdet, samt kravet om verdsetting av uavhengig tredjepart (i tillegg til depotmottaker), se nedenfor.

#### 4.5 VERDSETTING AV PRIVATE EQUITY FOND

I den foreslåtte spesialfondsordningen er det foreslått omfattende regler for verdsetting av andeler i spesialfond. For venturefond foreslås krav til halvårlig verdivurderinger. Verdivurderingen skal etter forslaget godkjennes av en uavhengig tredjepart. I tillegg skal depotmottaker kontrollere verdsettingen.

Verdsetting av private equity fond er en høyst usikker "vitenskap" med store skjønnsmessige utfordringer. Selskapene verdsettes sjelden basert på inntjening, men basert på en tro om fremtidig inntekt basert på utvikling av ny teknologi. I tillegg kommer at emisjoner som regel gjennomføres ved tegning av preferansekapital, noe som ytterligere kompliserer verdsettelsen av selskapene. For å verdsette et fond med 10-15 porteføljeselskaper vil det kreves arbeidsintensiv og kostnadskrevenende innsats fra de involverte parter. I europeisk sammenheng har EVCA utviklet egne verdsettingsprinsipper som de aller fleste venturefond i dag benytter.

Spesielt vanskelig vil økte kostnader til administrasjon og rapportering/verdsetting være for de relativt sett mindre fondene (typisk såkornfond og nyetablerte venturefond).

Verdsetting av porteføljen i et private equity fond anses som en av hovedoppgavene til rådgiverselskapet, i tillegg til rådgivningsoppgavene. Investorer vil gjennomgående kreve at dette utføres av rådgiver og at rådgiver kan holdes ansvarlig for de verdsettinger som foretas. For eksempel kan investor si opp avtalen dersom de mener rådgiver opprettholder kunstig høye verdier i selskaper det er svært vanskelig å verdivurdere. Vi mener det ikke er i investorenes interesse at ansvaret for verdsettingene "vannes ut" gjennom bruk av eksterne verdsetter og kontrollorganer.

#### 4.6 FORBUD MOT AT STYREMEDLEMMER M.M. DELTAR I INVESTERINGS- OG SALGSBESLUTNINGER

Forslaget vil gjennom henvisningen til verdipapirhandelloven § 2a-4 ha som konsekvens at det vil være forbud mot at personer som sitter som styrerepresentant eller innehar ledende stilling i et porteføljeselskap deltar i beslutningsprosessen i forbindelse med salg av eierandel eller ytterligere investering i porteføljeselskaper er i seg selv nok til at de færreste vil ønske å organisere et fond som spesialfond. Et slikt forbud griper inn i selve forretningsmodellen til private equity fond og umuliggjør utøvelsen av aktivt eierskap. I tillegg kommer at de fleste norske private equity miljøer har en størrelse som gjør det vanskelig at enkelte ansatte ikke skal kunne delta i slike beslutninger. Et forbud mot dette er derfor ikke rasjonelt hva gjelder private equity fond. Forbudet vil alene være tilstrekkelig til at fond ikke vil velge å organisere seg som spesialfond.

#### 4.7 FLEKSIBILITET

Behovet for fleksibilitet i fondsstrukturer og vilkårene for investorene er stort, spesielt for å kunne tiltrekke seg internasjonale investorer. Vi tror ikke den fleksibilitet som spesialfondsstrukturen gir er tilstrekkelig i så henseende. Flere av de typiske vilkår som er beskrevet i kapittel 2.4 ovenfor vil ikke kunne oppfylles i et spesialfond.

#### 4.8 FORBUD MOT GARANTI- OG KAUSJONSFORPLIKTELSER

Forslaget vil ha som konsekvens at spesialfond ikke vil ha anledning til å stille garantier f.eks til kjøpere av et porteføljeselskap. Garantier ved realisasjon av eierandeler er et absolutt krav ved emisjoner og salg. Et forbud mot dette er derfor ikke rasjonelt hva gjelder private equity fond.

#### 4.9 FORBUD FOR FORVALTNINGSSSELKAPET MOT Å DRIVE ANNEN VIRKSOMHET

Enkelte rådgivermiljøer yter rådgivningstjenester til flere fonds, enten fordi fond overlapper hverandre i tid, er opprettet i ulike land pga investorenes geografiske tilhørighet (parallellfond), har ulikt investeringsfokus eller fungerer som tilleggsfond til tidligere fond (dvs er opprettet for å unngå at et fond som nærmer seg sitt utløp vil miste gunstige investeringsmuligheter i eksisterende porteføljebedrifter). Det hender også at det utøves noe ordinær rådgivningsvirksomhet til tredjeparter (typisk porteføljeselskaper) fra rådgivningsselskapene.

Forbudet mot å drive annen virksomhet vil gjøre det komplisert å yte rådgivning til selskaper som ikke er organisert som spesialfond. samt å yte konsulenttenester til porteføljeselskaper. Et slikt forbud er derfor ikke rasjonelt hva gjelder private equity fond.

#### 4.10 FORBUDET MOT Å INVESTERE FRA FLERE FOND DERSOM ETT FOND EIER MER ENN 10% I ET PORTEFØLJESELSKAP

De aller fleste investeringer av private equity selskaper vil innebære en eierandel på over 10% i porteføljeselskapet. Enkelte rådgiverselskaper fungerer som nevnt som rådgiver for flere fond. I slike tilfeller vil fondenes mulighet til å foreta investeringer i porteføljeselskaper av et av de øvrige fond normalt være regulert. Enkelte fond vil kunne ha forbud mot slike investeringer, mens det i andre tilfeller er tillatt. I noen tilfeller opprettes det parallellfond som har som formål å foreta oppfølgingsinvesteringer i et annet fonds porteføljeselskaper fordi det første fondet er fullinvestert.

Begrensningen som foreslås ved at vpfl. § 4-9 annet ledd også vil gjelde for venture fond vil medføre en begrensning i en ønskelig og nødvendig fleksibilitet. Et forbud mot dette er derfor ikke rasjonelt hva gjelder private equity fond.

#### 4.11 TRINNVIS INNBETALING AV KAPITAL

Vi er usikre på om den foreslåtte ordning tillater at fondene kaller inn kapital fra investorene ved behov, dvs når investeringsbeslutninger er fattet. De aller fleste venturefond har i dag en slik ordning (både i Norge og internasjonal). Et forbud mot dette vil sannsynligvis redusere investorenes avkastning, idet forvaltning av midler til andre formål enn private equity investeringer ligger utenfor kjernekompetansen til rådgiverselskapene. Investorer vil foretrekke å forvalte denne kapitalen selv inntil fondet foretar en private equity investering.

Det vil være vanskelig eller umulig å tiltrekke investorer til en struktur der trinnvis innkalling av kapital ikke er tillatt. Et forbud mot dette er derfor ikke rasjonelt hva gjelder private equity fond.

#### 4.12 REDUSERT INVESTORINNFLYTELSE

Investorer i private equity fond vil normalt søke en viss grad av innflytelse, spesielt i form av vetoer, kontrollfunksjoner og lignende. Slike kontrollfunksjoner utføres normalt gjennom selskapsrettslige organer som er satt opp for slike formål, typisk gjennom å ha et styre i kommandittselskapet eller aksjeselskapet som investorene har kontroll over. Muligheten til å ha egne investororganer i spesialfond (ut over årlige møter) er begrenset.

#### 4.13 OPPSIGELSE

I de fleste fond som opprettes vil det være oppsigelsesklausuler som regulerer oppsigelse av rådgiver med eller uten mislighold. Slik oppsigelse vil i praksis ikke spesialfondsordningen tillate. Det er lite trolig at verken norske eller internasjonale investorer vil akseptere det. Dette er derfor ikke rasjonelt hva gjelder private equity fond.

Med vennlig hilsen

Norsk Venture



Anne H. Worsøe  
Generalsekretær