

Nyhetsbrev fra Schjødt

Til medlemmer av Norsk Venturekapitalforening

Kredittilsynet gir unntak til PE/VC bransjen fra kravet om konsesjon for å yte investeringsrådgivning

Bakgrunn

Som redegjort for i vårt tidligere nyhetsbrev¹ til Norsk Venturekapitalforenings medlemmer innebærer implementeringen av det såkalte MiFID direktivet at investeringsrådgivning blir en konsesjonspliktig tjeneste.

Foreningen har lenge arbeidet for å få et unntak for PE/VC bransjens "klassiske" rådgivningsstrukturer. Argumentasjonen har blant annet vært at hensynene bak MiFID direktivet i liten grad treffer denne bransjen og at enkelte av de nye reglene ville gjøre det vanskelig for rådgivningsselskapene å utføre viktige deler av de tjenester som i dag ytes - og som anses som sentrale for fondenes og investorenes behov.

Kredittilsynets rundskriv

Kredittilsynet har i rundskriv av 10. juli 2007 kommet med retningslinjer som tilsier at investeringsråd som gis i en typisk PE/VC struktur normalt ikke krever konsesjon. Dette medfører at man i Norge har fått tilnærmet likt regelverk som i Sverige og Danmark. Nedenfor redegjør vi for rundskrivets innhold og de vilkår og grenser som gjelder. Den relevante delen av rundskrivet er inntatt på side 3.

Litt forenklet kan Kredittilsynets rundskriv oppsummeres med at det som hovedregel ikke vil inntre konsesjonsplikt for investeringsrådgivning som gis til fond/selskap som utøver aktivt eierskap, der andre elementer enn den rent finansielle rådgivningen er fremtredende og der rådgiver også gir råd om utøvelsen av det aktive eierskapet og forretningsutviklingen av porteføljeselskapet.

Det må gjøres en konkret vurdering av om vilkårene for å unngå konsesjonsplikt er oppfylt.

Vurderingskriterier

Hovedvilkåret som Kredittilsynet stiller opp er at investeringene må kunne karakteriseres som "bedriftsoppkjøp". Begrepet "bedriftsoppkjøp" tolkes vidt og vil også omfatte erverv av minoritetsposter. Dette er en viktig presisering for flere av Norsk Venturekapitalforenings medlemmer (såkorn- og venturefondene spesielt).

Det er ikke sagt noe om hvor liten en eierandel eller en investering kan være, men dersom investeringene er gjort med en målsetning om å utøve aktivt eierskap og forretningsutvikling av porteføljeselskapet og fondet har reell mulighet til det (alene eller gjennom et syndikat), kan det neppe stilles strenge krav til prosentmessig eierandel eller investeringsstørrelse.

Øvrige vilkår som fremheves i rundskrivet er:

- at investeringene er langsiktige og av en viss størrelse (alene eller som del av et syndikat),
- at rådgiverselskapet også gir råd om utøvelsen av det aktive eierskapet og forretningsutviklingen av porteføljeselskapet, og
- at rådene kun gis til ett fond, eller få fond innenfor rammen av en etablert struktur (typisk overlappende fond innenfor samme rådgivningsmiljø).

Det sies ikke eksplisitt i hvilken grad disse punktene er nødvendige tilleggsvilkår eller kun momenter i en helhetsvurdering. I utgangspunktet bør nok alle vilkår normalt oppfylles.

¹ Tilgjengelig på www.norskventure.no

Reduksjon av eierandel, utvanning og "exit"

Selv om det ikke direkte er sagt i rundskrivet, er det etter vårt skjønn nokså klart at en etterfølgende reduksjon i eierandel (for eksempel som følge av utvanning) normalt ikke vil ha noen innvirkning på den konsesjonsrettslige vurderingen. Dette vil etter vårt skjønn gjelde selv om en slik reduksjon skulle medføre at den reelle muligheten til å delta i forretningsutviklingen svekkes fremover i tid, forutsatt at man opprinnelig hadde en slik målsetting og reell mulighet. Vi antar også at investeringsråd knyttet til det som under investeringens levetid er blitt til nærmest rene finansielle eierposter (for eksempel i tilknytning til salg av eierandel eller ytterligere investering i et porteføljeselskap som er blitt børsnotert) normalt vil kunne gis uten konsesjon.

Råd som gis i forbindelse med "exit" må etter vårt skjønn behandles likt som det opprinnelige investeringsrådet såfremt det gis som ledd i samme rådgivningsstruktur.

Grensen mot "passive" investeringer

Rundskrivet åpner også for at investeringsrådgivning ved investeringer gjennom syndikater vil falle utenfor konsesjonsplikten. Dersom et fond i stor grad baserer seg på "passive" syndikeringsinvesteringer, vil konsesjonsplikt etter vårt skjønn likevel kunne inntreffe. Idet foreningens vedtekter forutsetter at primærmedlemmene driver aktivt eierskap, antar vi at grensedragningen er lite relevant for foreningens medlemmer.

Derimot vil enkelte rådgiverselskaper til PE/VC fond ved enkeltstående anledninger gi råd knyttet til rene finansielle og "passive" aksjeinvesteringer. Slike råd vil i utgangspunktet utløse konsesjonsplikt, men ny verdipapirhandellov § 9-2 (2) gjør unntak fra konsesjonsplikt dersom rådgivningsselskapet kun yter konsesjonspliktige investeringstjenester ved "enkelte anledninger".

Kredittilsynet har tidligere lagt til grunn at det må foretas en bred skjønnsvurdering ved avgjørelse av om dette unntaket kommer til anvendelse. I tillegg til en ren kvantitativ vurdering vil det være relevant hvorvidt ytelsen skjer som en fast og tilbakevendende del av yrkesaktiviteten, eller om den skjer som en mer tilfeldig følge av denne. Dette innebærer at det avgjørende er hvorvidt investeringstjenesten inngår i

foretakets alminnelige tjenestespekter, slik at det er markedsmessige forhold som avgjør hvor mange ganger tjenesten ytes i løpet av en gitt periode. I slike tilfeller vil unntaket ikke komme til anvendelse og rådene vil utløse konsesjonsplikt.

Vi anser unntaket for å være relativt snevert slik at rådgiverselskapene bør være forsiktige med å støtte seg på det.

Investeringsrådgivning knyttet til "public to private" transaksjoner vil etter vårt skjønn normalt falle inn under unntaket, idet man i slike oppkjøp har en klar målsetning og etter hvert også mulighet til å bidra til forretningsutviklingen. Dette vil normalt ikke stille seg annerledes dersom transaksjonen skulle avbrytes før man oppnår kontroll og/eller mulighet til å delta aktivt i forretningsutviklingen, såfremt målsetningen har vært å oppnå slik kontroll og/eller mulighet.

Forvaltning av overskuddskapital

Alle fond vil kunne ha overskuddskapital fra tid til annen (kapital som enten ennå ikke er "satt i arbeid" eller som ennå ikke er tilbakebetalt til investorer). Unntaket for konsesjonsplikt vil muligens ikke gjelde for rådgivning knyttet til plassering av slike midler, ut over ordinære bankinnskudd. Her kan det være behov for en avklaring.

Aktiv forvaltning

Det er viktig å merke seg at grensen mot aktiv forvaltning fortsatt er relevant. Det innebærer at rådgiverselskaper fortsatt ikke kan fatte beslutninger om salg og realisasjoner uten konsesjon. Slike beslutninger må normalt fattes av styret i fondet. For kommandittselskaper og indre selskaper vil det gjelde andre regler som vi ikke går inn på her.

Grensekryssende virksomhet

Rådgivningsselskaper som gir investeringsråd over landegrensene bør også vurdere den konsesjonsrettslige situasjonen i "mottakerlandet". Både Sverige og Danmark har implementert lignende unntak som Norge.

14. august 2007

Kredittilsynets rundskriv av 10. juli 2007 (utdrag):

”2.5 Særlig om rådgivningsselskap for såkalte private equity-selskap

”Private equity-selskap” benyttes som en samlebetegnelse på ulike selskapskonstruksjoner og som gjerne benevner seg som såkalte såkornfond, venturefond og buy out (private equity) fond. Såkalte private equity-selskap vil i det følgende bli omtalt under ett som ”investeringsselskap” uten å skille mellom ulike selskapskonstruksjoner som i praksis velges for slike investeringsselskap.

Det må vurderes konkret hvorvidt investeringsselskapenes rådgivere yter konsesjonspliktige investeringstjenester. Når det gjelder investeringstjenesten investeringsrådgivning, vises det til pkt. 2.2 ovenfor.

Strategisk rådgivning knyttet til bedriftsoppkjøp, forretningsstrategi og foretaksstyring mv. er ikke investeringsrådgivning slik tjenesten er definert. Grensen mellom rådgivning knyttet til bedriftsoppkjøp og investeringstjenesten investeringsrådgivning, må vurderes konkret.

Rådgivning knyttet til bedriftsoppkjøp kjennetegnes av at formålet med investeringen er å erverve et selskap eller en selskapsandel^[4] med sikte på drift og forretningsutvikling, i praksis ofte som en langsiktig investering av en viss størrelse alene eller som del av et syndikat. Andre kjennetegn ved den rådgivningen som ytes ved bedriftsoppkjøp, er at rådgivningen ytes bare overfor dette ene investeringsselskapet eller noen få selskap innenfor rammen av en etablert struktur. Utover rådgivningen knyttet til valg av investering (oppkjøp av aksjeselskap^[5]), gis det ofte råd om videre drift og utvikling av selskap det er investert i. Rådgivning som ytes i forbindelse med bedriftsoppkjøp, drift og utvikling av disse, faller utenfor investeringstjenesten investeringsrådgivning.

Hvis formålet med en investering derimot utelukkende er å oppnå en tilfredsstillende avkastning på investeringen uten særlig egeninnsats fra investors side og investeringen således kun har et finansielt formål, vil rådgivning som ytes i forkant av slik investering i utgangspunktet være konsesjonspliktig

investeringsrådgivning. Dette forutsetter at de rådene som ytes overfor en konkret investor er knyttet til bestemte finansielle instrumenter. For at konsesjonsplikt skal inntre for denne virksomheten, forutsetter det at ikke et av lovens angitte unntak får anvendelse.

[...]

Fotnoter:

[4] For at en investering kan karakteriseres som bedriftsoppkjøp, er det ikke en nødvendig forutsetning at investor erverver nærmere 100 prosent av et aksjeselskap eller tilsvarende. Også erverv av mindre eierandeler vil etter omstendighetene kunne karakteriseres som bedriftsoppkjøp. Dette forutsetter at formålet med investeringen er å drifte og delta aktivt i selskapets forretningsutvikling, og at investor gjennom sitt erverv har reell mulighet til dette.

[5] Når det gjelder investeringstjenesten investeringsrådgivning kreves det at foretaket på forretningsmessig grunnlag gir råd overfor investeringsselskapene om investeringer i bestemte ”finansielle instrumenter”, jf. ny verdipapirhandellov § 2-2.”

Kontaktpersoner i Schjødt:

Oslo

advokat Jakob Villum
advokat Erling Christiansen
advokat Knut Smith-Erichsen
advokat Trine Birgitte Waag

Bergen

advokat Henrik Garmann

Stavanger

advokat Dag Sigvart Kaada

www.schjodt.no