

HØRINGSSVAR

FORSLAG TIL FORORDNING OM EUROPÆISKE VENTUREFONDE

1. **INTRODUKTION**

Kommissionen har den 7. december 2011 offentliggjort forslag til forordning om europæiske venturefonde, KOM (2011) 860.

Forslaget skal skabe et indre marked for venturekapital og sikre, at dette marked fungerer effektivt. Formålet med forslaget er at forbedre adgangen til venturekapital for SME'er og dermed øge deres vækstpotentiale.

Det centrale element i forslaget er, at forvaltere af venturefonde, der forvalter aktiver under en tærskelværdi på 500 mio. EUR, skal have muligheden for at anvende betegnelsen "Europæisk Venturefond" samt opnå et "europæisk markedsføringspas", hvormed de kan markedsføre deres fonde på tværs af EU's grænser.

Ifølge forslaget skal forordningen finde anvendelse fra og med den 22. juli 2013.

DVCA hilser forslaget velkomment, men ønsker samtidig forslaget forbedret på udvalgte punkter. I afsnit 2 nedenfor resumeres forslagets overordnede indhold. I afsnit 3 følger DVCA's bemærkninger til de punkter, hvor der efter DVCA's opfattelse er særligt behov for justeringer.

2. **RESUME AF FORSLAGETS HOVEDINDHOLD**

I hovedtræk fastlægger forordningen ensartede regler for markedsføring af venturefonde til kvalificerede investorer på tværs af EU og stiller i den forbindelse krav til fondenes porteføljesammensætning, gennemsigtighed, tilladte investeringsinstrumenter og -teknikker samt til forvalternes organisation og adfærd.

Forvaltere af venturefonde, der opfylder de opstillede krav, kan ved en enkelt registrering i den medlemsstat, hvor forvalteren er hjemmehørende, opnå et "europæisk markedsføringspas", der giver adgang til at markedsføre de relevante, kvalificerede venturefonde i hele EU.

Der er tale om en frivillig ordning, der kan anvendes af forvaltere af venturefonde, der forvalter aktiver under en tærskelværdi på 500 mio. EUR, og som ønsker at markedsføre disse i EU efter forordningens regler. Ved opgørelsen af tærskelværdien bortses fra værdien af eventuelle fonde, som ikke lever op til forordningens investeringskrav.

Forvaltere, som ikke måtte gøre brug af forordningen, kan som hidtil markedsføre deres fonde under overholdelse af de enkelte medlemsstaters nationale regler.

2.1 **Porteføljesammensætning samt investeringsinstrumenter og -teknikker**

Forordningen kan alene benyttes for venturefonde, der investerer mindst 70 procent af deres kapital i såkaldte "kvalificerede investeringer", dvs. egenkapitalinstrumenter eller egenkapitallignende instrumenter, som udstedes af ikke noterede SME'er og erhverves af fonden direkte fra de pågældende SME'er (eller efter omstændighederne disses moderselskaber), jf. art. 3. Erhvervelse af kapitalandele fra eksisterende investorer m.v. i forbindelse med sekundære transaktioner opfylder således ikke forordningens krav til kvalificerede investeringer.

Der opstilles endvidere et forbud mod, at forvaltere af venturefonde optager lån, giver garantier eller på anden måde udsteder gældsforpligtelser på vegne af venturefonden eller i øvrigt forøger venturefondens eksponering, jf. art. 5, stk. 2, idet det dog er tilladt at optage lån med en løbetid på højst 120 kalenderdage til finansiering af eventuel likviditetsmangel i perioden mellem foretagelsen af et cash call og indbetalingen af den kaldte kapital fra investorerne.

2.2 **Kvalificerede investorer**

Det er et krav efter forordningen, at en venturefond som udgangspunkt alene må markedsføres overfor professionelle kunder som defineret i bilag II til MiFID-direktivet (2004/39/EF), herunder investorer der efter anmodning herom betragtes som professionelle, jf. art. 6. Markedsføring overfor andre investorer, herunder traditionelle venturekapitalinvestorer (eksempelvis privatpersoner med en større formue) er alene tilladt, såfremt en sådan investor forpligter sig til at investere mindst EUR 100.000 i venturefonden, og forvalteren vurderer, at investoren er i stand til at gennemskue investeringsbeslutningen og de involverede risici m.v.

2.3 **Organisation og adfærd**

I forordningen opstilles krav til adfærden hos forvaltere af venturefonde, idet forvalteren skal leve op til god forretningsskik, herunder opstille procedurer til forebyggelse af uredelig praksis, fremme venturefondens og investorenes interesser, udvise omhu i forbindelse med udvælgelsen og den løbende overvågning af investeringer i porteføljeselskaberne, samt sikre at man besidder tilstrækkelig viden om porteføljeselskaberne, jf. art. 7.

Forvalteren skal endvidere indføre fornødne organisatoriske og administrative rammer til at sikre en korrekt håndtering af interessekonflikter, herunder særligt interessekonflikter mellem (i) forvalteren (dens ledelse og ansatte samt andre personer som direkte eller indirekte kontrollerer eller er kontrolleret af forvalteren) og venturefonden eller investorerne og (ii) venturefonden eller investorerne og andre venturefonde, som forvaltes af den samme forvalter, jf. art. 8.

Endelig skal en forvalter til enhver tid have et tilstrækkeligt kapitalberedskab og de menneskelige og tekniske ressourcer til rådighed, der er nødvendige for en forsvarlig administration af venturefonden, jf. art. 9.

2.4 **Gennemsigtighed**

Forordningen opstiller tillige en række oplysningsforpligtelser, som skal sikre gennemsigtighed vedrørende venturefonden og forvalteren. Således skal der gives oplysninger om reglerne for værdiansættelsen af venturefondens aktiver i venturefondens lovpligtige dokumenter, jf. art. 10, ligesom forvalteren af en venturefond årligt skal indgive en rapport for hver enkelt venturefond under forvalterens administration til de kompetente myndigheder i medlemsstaterne indeholdende bl.a. en beskrivelse af sammensætningen af venturefondens portefølje og en beretning om venturefondens virksomhed i det forløbne år, jf. art. 11.

Endelig er forvalteren af en venturefond forpligtet til at give investorerne en række oplysninger forud for deres beslutning om at investere, jf. art. 12, herunder bl.a. oplysninger om forvalteren, venturefondens investeringspolitik (og proceduren for at foretage ændringer heri), venturefondens målsætninger, venturefondens risikoprofil, proceduren for beregning af management fee samt venturefondens historiske resultater. Såfremt en venturefond er underlagt prospektkrav i henhold til direktiv 2003/71/EF eller national ret, kan oplysningerne gives i den forbindelse.

2.5 **Registrering og tilsyn**

Såfremt forvalteren af en venturefond ønsker at benytte det europæiske markedsføringspas, skal denne lade sig registrere sig hos den kompetente myndighed i den medlemsstat, hvor forvalteren er hjemmehørende. En sådan registrering vil være gyldig i alle medlemsstater, og venturefonden vil derfor kunne markedsføres i alle medlemslande uden yderligere godkendelser.

For at opnå registrering skal forvalteren give den kompetente myndighed oplysninger om de personer, der de facto skal forvalte venturefonden, og om de foranstaltninger, der er foretaget med henblik på at opfylde de krav, forordningen stiller til venturefonden og forvalteren. Endvidere skal det angives, hvilke venturefonde der skal markedsføres af forvalteren, samt i hvilke lande det er intentionen at markedsføre venturefonden(e).

Såfremt en venturefond senere ønskes markedsført i andre medlemsstater end angivet i ansøgningen eller forvalteren skal forvalte yderligere venturefonde, skal der gives besked herom til den kompetente myndighed.

Den kompetente myndighed skal føre tilsyn med om forvaltere af de relevante venturefonde overholder reglerne i forordningen, og har i den forbindelse beføjelse til at kræve de nødvendige oplysninger fra forvalteren. Såfremt en forvalter ikke overholder nærmere angivne krav, skal myndigheden træffe beslutning om enten at forhindre anvendelsen af betegnelsen "Europæisk Venturefond" eller slette forvalteren i registret.

3. **DVCA'S KOMMENTARER**

3.1 **Overordnede kommentarer**

Mange af de forvaltere, som er tiltænkt at skulle have glæde af forordningen, er små enheder med begrænsede ressourcer og bemanning – typisk et antal investeringsprofessionelle assisteret af en enkelt eller to personer, der tager sig af bogføring og administration m.v.

Forordningen bør derfor efter DVCA's opfattelse suppleres med en generel proportionalitetsbestemmelse, som gør det klart, at de i forordningen fastsatte krav til forvalternes organisation, adfærd og rapportering skal fortolkes under behørig hensyntagen til den enkelte forvalters ressourcer og bemanning.

Det er således af væsentlig betydning, at forordningen ikke pålægger forvalterne uforholdsmæssige administrative byrder, hvis finansiering må tages fra forvalternes management fee, og som derfor vil betyde, at der er færre ressourcer til rådighed for de værdiskabende aktiviteter, dvs. forvalternes arbejde med den løbende udvikling af porteføljeselskaberne.

Der er endvidere DVCA's opfattelse, at forordningens anvendelsesområde bør omfatte alle fonde, der retter sig mod SME-segmentet, uanset om der er tale om fonde, der investerer i de tidlige eller senere SME-stadier. Disse fonde spiller således alle en væsentlig rolle for væksten i EU. I praksis vil dette kræve lempelser af forordningens krav på enkelte punkter. DVCA henviser i den forbindelse i det hele til Kommissionens dialog med EVCA.

3.2 **Tærskelværdi og samspillet med AIFM-direktivet**

3.2.1 Forordningen

Ifølge forslaget art. 2 finder forordningen anvendelse på forvaltere/fonde, som er registreringspligtige i henhold til AIFM-direktivet, men som målt på "assets under management" falder under de grænser, der fremgår af AIFM-direktivet – det vil for ikke-gearede fonde sige forvaltere/fonde, hvis samlede forvaltede aktiver ikke overstiger en tærskelværdi på 500 mio. EUR. Samtidig anføres det i art. 2, at der ved beregningen af grænsen på 500 mio. EUR skal bortses fra værdien af eventuelle fonde, som ikke lever op til forordningens investeringskrav.

Det overlades ifølge art. 2 til Kommissionen at fastsætte regler, der specificerer, hvordan det beregnes, om tærskelværdien på 500 mio. EUR er overskredet eller ikke.

3.2.2 DVCA's kommentarer

Det bør præciseres, at hvis "assets under management" for de fonde, som opfylder forordningens investeringskrav, ikke overstiger tærskelværdien på 500 mio. EUR, finder forordningen anvendelse på disse fonde uafhængigt af AIFM-direktivets regler og således også uden hensyntagen til, at værdien af eventuelle fonde, som ikke måtte opfylde forordningens investeringskrav, kan medføre krav om efterlevelse af AIFM-direktivets regelsæt.

Det er DVCA's opfattelse, at reglerne for beregningen af, hvorvidt tærskelværdien på 500 mio. EUR er overskredet eller ikke, bør fremgå af selve forordningen, dels for at sikre at der

ikke opstår fortolkningstvivil på dette væsentlige punkt, og dels for at undgå risikoen for forsinkelser i forbindelse med medlemsstaternes implementering af Kommissionens regler.

3.3 **Porteføljesammensætningen**

3.3.1 Forordningen

Ifølge forslaget art. 3 skal fonde, som ønskes markedsført efter forordningens regler, investere mindst 70 procent af deres indbetalte og ikke-indbetalte kapital i overensstemmelse med de i forordningen beskrevne kriterier for kvalificerede investeringer.

3.3.2 DVCA's kommentarer

Det er DVCA's opfattelse, at den anførte grænse på 70 procent er for høj, idet de resterende 30 procent skal dække både fondens løbende udgifter og de investeringer, som ikke lever op til forordningens krav. Procentgrænsen bør nedsættes til et væsentligt lavere niveau med henblik på at sikre, at de fonde, som er tiltænkt at skulle have fordel af forordningens regler, også i praksis kan benytte sig af denne mulighed.

Endvidere bør det i relation til "closed-end" fonde præciseres, at procentgrænsen skal anses for opfyldt, hvis en fond i henhold til sine stiftende dokumenter eller vedtægter, er forpligtet til at sikre, at procentgrænsen er opfyldt ved udløbet af fonden levetid, og fonden ikke forinden befinder sig i en position, hvor kravet ikke vil kunne opfyldes.

Endelig bør det præciseres, at i det omfang en fonds fulde kapital ikke indbetales til fonden, f.eks. fordi forvalteren ikke mener, at kapitalen kan placeres på tilfredsstillende vis, skal procentgrænsen måles i forhold til den faktisk indbetalte kapital ved udløbet af fonden levetid, således at fonden ikke for at opfylde forordningens krav er tvunget til at trække penge fra sine investorer og investere dem.

3.4 **Kvalificerede investeringer**

3.4.1 Forordningen

For at investeringer kan anses for kvalificerede investeringer, er det ifølge forslaget art. 3 et krav, at investeringerne gennemføres ved erhvervelse/tegning af egenkapitalinstrumenter eller egenkapitalignende instrumenter udstedt af ikke noterede SME'er og erhver-

vet/tegnet af fonden direkte fra de pågældende SME'er (eller efter omstændighederne disses moderselskaber).

3.4.2 DVCA's kommentarer

Det er en almindelig anvendt praksis blandt venturefonde at yde bridge-finansiering til porteføljeselskaber mellem to investeringsrunder, typisk som konvertible lån, men også i form af andre (subordinerede) lånetyper. Det er endvidere ikke ualmindeligt, at der udstedes konvertible lån som (led i) langsigtede investeringer. Forordningen bør tilpasses dette, således at også investeringer i form af lån anses for kvalificerede investeringer.

Endvidere bør forordningens definition af egenkapitallignende instrumenter suppleres med en ikke-udtømmende liste over tilladte instrumenter, således at der ikke opstår tvivl om anvendeligheden af disse. Listen bør som minimum omfatte køberetter, tegningsretter og konvertible lån (men også andre instrumenter bør kunne anvendes). Det er væsentligt, at venturefondene indrømmes fleksibilitet på dette område. Det aktive ejerskab afhænger ikke af, om en investering gennemføres ved anvendelsen af det ene eller andet instrument.

I forslagetets nuværende udformning anses køb af eksisterende kapitalandele fra tredjemand ikke for kvalificerede investeringer. Også på dette punkt er det væsentligt for forordningens anvendelighed, at venturefondenes fleksibilitet ikke indskrænkes unødigt. Således er det ikke ualmindeligt, at en venturefond i forbindelse med en investering eller forberedelsen heraf overtager eksisterende kapitalandele fra selskabets ejere. Dette kan være et krav for at få adgang til en attraktiv investering. Endvidere medfører forordningens krav, at de oprindelige ejere afskæres fra hel eller delvis exit i en situation, hvor de ikke økonomisk har mulighed for at deltage i de sidste investeringsrunder forud for selskabets samlede exit.

Endelig bør forordningens krav om, at investeringer skal foretages direkte af fonden for at blive anset for kvalificerede investeringer lempes, således at fonden gives mulighed for at foretage investeringer via holdingselskaber, f.eks. i forbindelse med syndikerede investeringer, ligesom "fund of funds", der investerer i venturefonde, bør gives mulighed for at benytte sig af forordningens regler.

3.5 **Garantier**

3.5.1 Forordningen

Ifølge forslaget art. 5 skal forvaltere af kvalificerede venturefonde sikre, at der ikke udstedes garantier på fondsniveau.

3.5.2 DVCA's kommentarer

Det er DVCA's opfattelse, at den nævnte begrænsning er for bredt formuleret, idet den efter sin ordlyd forhindrer fondene i at afgive sædvanlige sælgergarantier i forbindelse med salg af porteføljeselskaber. Forordningen bør indeholde en undtagelse for sådanne garantier.

3.6 **Kredsen af tilladte investorer**

3.6.1 Forordningen

Ifølge forslaget art. 6 må kvalificerede venturefonde alene markedsføres til professionelle kunder som defineret i bilag II til MiFID-direktivet (2004/39/EC) samt – under nærmere angivne forudsætninger – til andre investorer, som forpligter sig til at investere minimum 100.000 EUR i fonden. De nævnte nærmere forudsætninger indebærer bl.a. krav om, at forvalteren foretager en vurdering af investors ekspertise, erfaring og viden og herefter føler sig bekræftet i, at investoren er i stand til at foretage investeringsbeslutningen og overskue de hermed forbundne risici.

3.6.2 DVCA's kommentarer

Det er DVCA's opfattelse, at kravet om investering af minimum 100.000 EUR er for højt og afskærer et ikke ubetydeligt antal egnede personer fra at deltage som investorer i venturefonde. For at opnå en rimelig spredning i sine investeringer skal en investor således typisk have et beløb til rådighed som overstiger de 100.000 EUR med faktor 10 eller mere. Det bør endvidere præciseres, at personer, der deltager i venturefonde gennem såkaldte feederfonde, ikke skal vurderes individuelt, idet alene feeder-fondene skal anses for investorer i fondene.

For så vidt angår forordningens krav om, at forvalteren skal foretage en vurdering af investors ekspertise, erfaring og viden etc. bemærkes, at dette krav pålægger forvalteren at

foretage en subjektiv vurdering, som i praksis kan være yderst vanskelig at foretage. Efter DVCA's opfattelse bør kravet i stedet rettes mod investoren, der således bør pålægges at bekræfte disse forhold. Kun hvis det herefter trods erklæring fra investor fremstår som åbenbart, at investoren ikke er egnet som investor i den relevante venturefond, bør forvalteren være forpligtet til at afvise investoren.