



**Norges Fondsmeglerforbund**

Norwegian Securities Dealers Association

## **ANBEFALING NR. 2**

### **Erverv av aksjer som honorar**

Anbefalingen er fastsatt av styret i Norges Fondsmeglerforbund 15. desember 2000. Anbefalingen trer i kraft fra samme dag.

# 1. Innledning

Det er ikke uvanlig at rådgivere blir tilbudt aksjer som vederlag for tjenester som utføres for aksjeutstedende selskaper. Selskaper som gir slike tilbud er ofte selskaper med lav inntjening i nåtid og som trenger rådgivning og kapital i forbindelse med for eksempel forskning, videreutvikling eller strukturtiltak. Denne form for vederlag er blitt vanlig internasjonalt og ytes til advokater, revisorfirmaer, konsulentselskaper og verdipapirforetak som vederlag for tjenester i forbindelse emisjoner, fusjoner, oppkjøp og lignende.

En tilsvarende praksis synes å utvikle seg i Norge og da særlig knyttet til relativt nyetablerte selskaper innenfor informasjonsteknologi. For så vidt gjelder de verdipapirforetak som er medlemmer i Forbundet synes imidlertid ikke omfanget av slike avtaler å være særlig omfattende, og man opplever heller ikke særlig press fra utstederselskapene for å gå inn på slike avtaler.

I Norge drøftes problemstillinger knyttet til slike vederlagsavtaler av Den norske Advokatforening. I Sverige pågår en tilsvarende drøftelse i advokatsamfunnet. Også den svenske Fondhandlareforeningen skal foreta slike drøftelser. I tillegg til dette har det vært en del offentlig fokus på slike problemstillinger knyttet til rådgiver-/mellommannsvirksomhet generelt.

Forbundets aksjemarkedskomité har på ovenstående bakgrunn fått i oppdrag fra Forbundets styre å gjennomgå enkelte problemstillinger knyttet til spørsmålet om erverv av aksjer som honorar for rådgivnings- og emisjonsoppdrag.

For det første har man drøftet problemstillingen om slikt erverv er tilrådelig eller akseptabelt og for det annet hvilke begrensninger og/eller retningslinjer som skal eller bør gjelde ved slikt erverv. I tillegg har man drøftet hvorvidt slikt erverv skal betraktes som erverv som ledd i investeringstjenestevirksomheten eller som ledd i den alminnelige kapitalforvaltning. Bakgrunnen for denne siste problemstilling er Kredittilsynets lovtolkning knyttet til denne ervervsform.

Komiteens medlemmer er:

Nils Erling Ødegaard (Fondsfinans ASA) (leder)  
Jarle Normann Hansen (Sundal Collier & Co ASA)  
Melvin Teigen (Carnegie ASA)  
Sveinung Hartvedt (DnB Markets)  
Fredrik Cappelen (Orkla Enskilda Securities ASA)  
Niels Markussen (Christiania Markets) (varamedlem)  
Hans Petter Michelsen (Sundal Collier & Co. ASA)(varamedlem)

Komiteen har avgitt sin innstilling den 14. november 2000.

## 2. Klassifikasjon av aksjer som er mottatt som vederlag

Kredittilsynet har lagt til grunn at aksjer som ytes som vederlag til norske verdipapirforetak for investeringstjenester blir regnet som aksjer ervervet som ledd i alminnelig kapitalforvaltning, jfr. verdipapirhandelloven § 8-5 pkt 2. Verdipapirforetak som ikke er kredittinstitusjon kan som hovedregel ikke erverve unoterte finansielle instrumenter som ledd i alminnelig kapitalforvaltning. Kredittilsynet kan imidlertid etter søknad fra verdipapirforetaket i særlige tilfelle gi dispensasjon fra forbudet ”dersom finansielle instrumenter ønskes ervervet til varig eie eller bruk for foretaket”. Kredittilsynet har gitt verdipapirforetak dispensasjon til å motta aksjer i unoterte selskap som vederlag under forutsetning av at aksjene ikke selges før det har gått 12 måneder (varig eie). Konsekvensen av Kredittilsynets standpunkt er at det ikke er forskjell mellom verdipapirforetak som er kredittinstitusjon og andre verdipapirforetak når det gjelder muligheten til å motta børsnoterte finansielle instrumenter som vederlag. For unoterte finansielle instrumenter er konsekvensen at det er sterkere restriksjoner i forhold til verdipapirforetak som ikke er kredittinstitusjon. Sistnevnte verdipapirforetak må altså søke dispensasjon for ervervet og gitt at dispensasjon gis, vil verdipapirforetaket bli pålagt å eie aksjene i 12 måneder.

For aksjer som er ervervet som ledd i alminnelig kapitalforvaltning gjelder spesielle regler knyttet til omsetningen. Verdipapirforetakene kan ikke selge eller kjøpe slike aksjer dersom foretaket har ulimiterte salgsordre eller kjøpsordre i samme aksje (med mindre den som selger for foretaket ikke har eller burde ha innsyn i hvilke kundeordre foretaket har i samme aksje), jfr verdipapirhandelloven § 9-3 første ledd. Denne bestemmelsen fastsetter at verdipapirforetak ikke kan handle i samme retning som kunder som har inngitt ulimiterte ordre og må med andre ord prioritere kundeordre best i tid. Når det gjelder selvinntrede fastsetter samme paragrafs annet ledd at verdipapirforetaket ikke kan tre inn i avtalen med kunden dersom foretaket kan oppnå bedre betingelser for kunden ved kjøp eller salg i markedet på tidspunktet for behandling av oppdraget. Det gjelder også regler for føring av journal ved egenhandel som ledd i alminnelig kapitalforvaltning og opplysningsplikt på sluttседdel dersom verdipapirforetaket har trådt inn som motpart i forhold til kunden.

Norges Fondsmeglerforbund ga i brev til Kredittilsynet 27. april 2000 uttrykk for at Forbundet var uenig i Kredittilsynets standpunkt om at aksjer mottatt som vederlag alltid skal regnes som aksjer ervervet som ledd i alminnelig kapitalforvaltning. Etter Forbundet syn må det avgjørende være hvilket motiv verdipapirforetaket har for ervervet dvs tilsvarende formålsbetraktninger som ellers må gjøres når verdipapirforetak klassifiserer om et erverv av aksjer er ”ledd i investeringstjenestevirksomhet” eller ”ledd i foretakets alminnelige kapitalforvaltning”. Kredittilsynet fastholder i brev til Forbundet 27. juli 2000 sin oppfatning og komiteen legger til grunn at Kredittilsynets tolkning må følges.

### 3. Erverv av aksjer som honorar

Når det gjelder spørsmålet om slike honoraravtaler er akseptable eller ikke må utgangspunktet være at verdipapirforetak, som andre næringsdrivende, må kunne ta seg betalt for sine tjenester i annet enn penger. Det foreligger heller ingen rettslige hindringer for at et verdipapirforetak kan erverve og eie aksjer eller avtale med en oppdragsgiver at honoraret skal gjøres opp med betaling i aksjer. Dette er antagelig uproblematisk så lenge verdipapirforetaket ikke har noe oppdrag for det selskap som har utstedt de aktuelle aksjer.

Det som imidlertid reiser enkelte problemstillinger er de tilfeller der et verdipapirforetak eventuelt mottar godtgjørelse<sup>1</sup> for rådgivningsoppdrag i form av aksjer fra det selskap som rådgivningen gjelder – f eks i forbindelse med emisjoner, fusjoner, fisjoner oppkjøp og lignende.

Bakgrunnen for at problemstillingen tas opp er de lovregler og etiske normer som er fastsatt for verdipapirforetaks egenhandel og behandling av interessekonflikter. I det følgende foretas en kort gjennomgang av enkelte relevante lovbestemmelser.

Det følger av vphl § 9–1 første ledd nr 5 at verdipapirforetakene skal innrette sin virksomhet slik at risikoen for interessekonflikt mellom foretaket og dets kunder eller foretakets kunder seg imellom begrenses til et minimum. Av § 9-2 første ledd nr 6 fremgår det at foretaket skal påse at kundenes interesser og markedets integritet ivaretas på beste måte bl a ved at foretaket bestreber seg på å unngå interessekonflikter gjennom å sørge for at kundens interesser går foran foretakets interesser. Tilsvarende regler følger av Forbundets etiske normer § 1-1 annet ledd nr 6 og 7.

Så vel vphl som Forbundets etiske normer har regler knyttet til opplysningsplikt knyttet til interessekonflikter, herunder potensielle konflikter som følge av egne posisjoner i aksjer. Komiteen antar at også disse regler har en viss betydning i relasjon til problemstillingene knyttet til erverv av aksjer som honorar for utførte oppdrag – ikke minst i relasjon til hvordan slike posisjoner skal behandles etter at honoraret er mottatt.

Av vphl § 9-2 femte ledd fremgår at verdipapirforetaket før det påtar seg et oppdrag i tilfelle hvor foretakets egne interesser eller andre særlige grunner er egnet til å skape tvil om foretakets uavhengighet, skal opplyse oppdragsgiver eller andre interesserte parter om forholdet. Tilsvarende bestemmelse gjenfinnes i Forbundets etiske normer § 4-2 første ledd hvor dette også er nærmere presisert som følger:

*”Dersom medlemsforetaket har en særlig interesse ut over den alminnelige inntjening, f.eks. som følge av egne posisjoner i de finansielle instrumenter rådgivningen gjelder, skal formidleren opplyse om denne interesse.”*

Denne informasjonsregel er ytterligere utdypet i normenes § 4-5 første ledd hvor det fremgår at et foretak (eller en ansatt) som utfører oppgaver for en utsteder av finansielle instrumenter og derfor har en særlig interesse av utbud av utsteders produkter, skal opplyse andre kunder om dette. Av normenes § 6-1 første ledd fremgår at man dersom foretaket er i en rådgivningssituasjon for en part så skal foretaket gjøre den annen part oppmerksom på dette.

Kjernen i disse regler er at det enkelte verdipapirforetak skal søke å unngå interessekonflikter og i de tilfeller der dette ikke kan unngås så skal det gis adekvat informasjon til kundene om de konflikter som foreligger slik at kundene kan foreta en selvstendig vurdering av det eller de råd verdipapirforetaket gir i lys av foretakets øvrige interesser.

Interessekonflikt kan oppstå i forholdet mellom foretaket og to kunder, f eks investor på den ene siden og utsteder på den andre siden, eller mellom foretaket selv og den enkelte kunde f eks i relasjon til foretakets egne posisjoner.

---

<sup>1</sup> Dette omfatter ikke aksjer som mottas som følge av deltagelse i garantikonsortier eller som ledd i stabiliseringsordninger.

I tillegg til dette kommer den alminnelige tillit som så vel bransjen som det enkelte foretak er avhengig av og som kan bli skadelidende dersom det kan stilles spørsmål ved om foretakets eller de ansattes interesser har påvirket foretakets eller den ansattes rådgivning.

Bakgrunnen for kravet om å unngå interessekonflikter er at det enkelte verdipapirforetak (og dets ansatte) skal yte sine kunder de beste råd og beste handler uavhengig av andre hensyn, f.eks. hensynet til øket avkastning på egne investeringer mv. Dersom verdipapirforetaket har en særlig interesse ut over kravet til normal inntjening kan verdipapirforetakets rådgivning bli påvirket av det slik at kunden ikke gis den behandling han må kunne forvente.

Komiteen er av den oppfatning at det å motta aksjer som honorar for utførte oppdrag kan medføre en vanskelig håndterbar interessekonflikt enten honoraret forhåndsavtales eller avtales etter utført oppdrag. Bakgrunnen for denne vurdering er at foretakene gjennom å ta posisjoner i slike situasjoner gis en særlig interesse i kursutviklingen og markedsføringen av det aktuelle selskap – en interesse som går ut over den alminnelige inntjening knyttet til selve det oppdrag som er utført for selskapet. Verdipapirforetakene vil i forbindelse med slike oppdrag og rådgivningsprosesser ofte få et innblikk i selskapene som ikke er tilgjengelig for andre noe som igjen kan skape usikkerhet om det er lik tilgang på relevant informasjon i markedet.

Den usikkerhet som er skissert i foregående avsnitt er av en slik karakter at komiteen mener verdipapirforetakene bør utvise stor tilbakeholdenhet i forhold til slike honoraravtaler.

Foretakene bør søke å få sitt honorar betalt i kontanter. Komiteen er av den oppfatning at man ikke skal akseptere aksjer som honorar for arbeid utført i forbindelse med emisjoner. I disse tilfeller får selskapene tilført kontanter og det foreligger således intet grunnlag for en avvikende oppgjørsform.

Komiteen kan dog av praktiske årsaker tenke seg unntak i forbindelse med såkalte M&A's (fusjoner, fisjoner, oppkjøp og lignende).

For de tilfeller der det er tale om å motta aksjer som honorar skal dette avtales på forhånd og bekjentgjøres for markedet i f.eks. prospekter og annet skriftlig materiale utarbeidet i forbindelse med det aktuelle oppdrag.

Det er videre komiteens oppfatning at disse anbefalinger bør følges av samtlige medlemsforetak uavhengig av om de er bank eller ikke, jfr. problemstillingen som er berørt i punkt 3.

## 4. Mulige interessekonflikter og andre forhold man bør ta i betraktning ved avtaler om honorar i aksjer

I "teorien" kan man si at de mulige interessekonflikter som kan oppstå når et verdipapirforetak mottar aksjer fra et utstederselskap som vederlag for en investeringstjeneste ikke er forskjellig fra andre mulige interessekonflikter som kan oppstå ved erverv på andre måter.

Imidlertid er situasjonen ikke sammenlignbar. Selskaper som tilbyr aksjer som vederlag vil som regel være små selskaper som befinner seg i en tidlig fase i sitt livsløp og hvor markedsverdien av selskapet ikke etterprøves gjennom en "fri" prisdannelse i markedet. Den verdi meglerforetaket priser sin tjeneste til på tidspunktet for utførelsen av tjenesten vil derfor kunne være vanskelig kontrollerbar. Meglerforetaket kan for eksempel bli mistenkt for å ha medvirket til en lav verdsettelse av et selskap og en høy verdsettelse av sin egen tjeneste slik at "inngangsverdien" for meglerforetaket blir lavere enn den ville ha blitt dersom meglerforetaket alternativt skulle kjøpe aksjene i markedet etter at tjenesten var utført. Særlig gjelder dette dersom prisutviklingen i ettertid blir svært positiv. Selv om meglerforetaket har utvist et forsvarlig skjønn på tidspunktet for tjenesteytingen, løper meglerforetaket en betydelig risiko for ikke å bli trodd. Renomèrisikoen er mao stor for meglerforetakene ved å velge aksjer som vederlag.

Dersom et verdipapirforetak har mottatt aksjer som honorar i forbindelse med corporateoppdrag for et selskap kan det aktuelle verdipapirforetak få problemer med å avgi uttalelser om selskapet i analyser og lignende fordi verdipapirforetakets corporateavdeling må antas å besitte kursrelevant informasjon som ikke er kjent i markedet. Selskapene som tilbyr aksjer som honorar vil i hovedsak være små unoterte selskaper som ikke selv har kompetanse til eller erfaring med å gi kursrelevant informasjon til markedet. Meglerforetaket kan derfor befinne seg i en "innsideposisjon" ved utarbeidelse av analyser og lignende som gjør at meglerforetaket kommer i en vanskelig håndterbar situasjon.

Uttalelser kan få direkte betydning for verdien av meglerforetakets eierposisjon i selskapet. Det skal i tilfelle alltid opplyses om eierinteressen og bakgrunnen for denne. Etter komiteens oppfatning kan en eierposisjon i et selskap legge begrensninger på hvilke oppdrag foretaket kan påta seg for det samme selskapet. Foretaket bør derfor vurdere hvorvidt det skal delta i en "due diligence", jfr. også det forhold at man da lett kan komme i en vanskelig "innsideposisjon".

Dersom eierandelen er stor, for eksempel over 10 pst, vil verdipapirforetaket kunne bli oppfattet som en strategisk eier i selskapet. En eierandel av en slik størrelse vil også kunne føre til at foretaket blir involvert i selskapets drift og utvikling og meglerforetaket kan dermed bli involvert i næringsvirksomhet som ikke er en naturlig del av investeringstjenestevirksomheten.

Et annet forhold som kan skape problemer er den bindingstid som følger av Kredittilsynets tolkning, jfr. punkt 3 ovenfor.

I tillegg kommer enkelte problemstillinger knyttet til forvaltning av eierinteressene bl a med hensyn til hvordan slik forvaltning skal, f eks om det skal etableres en egen forvaltning kontra plassering i såkalte "blind trusts" e l.

Komiteen mener at foretakene ikke må inngå særskilte avtaler mellom ansatte i foretaket og foretaket om fordeling av gevinst ved salg av aksjer som foretaket har ervervet som honorar for utført oppdrag. Det er komiteens klare oppfatning at slike avtaler ikke er akseptable og komiteen vil vise til at slike avtaler, foruten å kunne innebære utilbørlige incitamentter til å fremme salg/kjøp av spesielle aksjer, vil være ytterst tvilsomme i forhold til reglene om ansattes egenhandel, jfr. vphl kap. 2a.

## 5. Anbefaling

På bakgrunn av ovenstående har komiteen kommet frem til følgende anbefaling:

1. Medlemsforetakene bør utvise stor tilbakeholdenhet i forhold til å inngå avtaler om honorar i aksjer for oppdrag utført for det aksjeutstedende selskap. Foretakene bør som hovedregel søke å få sitt honorar betalt i kontanter.
2. Det kan – i særlige tilfelle – gjøres unntak fra hovedregelen i punkt 1 i forbindelse med såkalte M&A's (fusjoner, fisjoner oppkjøp og lignende), men ikke for arbeid utført i forbindelse med emisjoner.
3. Dersom foretaket skal motta aksjer fra oppdragsgiver skal det antall aksjer som mottas ikke utgjøre en andel av selskapets totalt utstedte antall aksjer – og aksjekapital – som er urimelig høy. En posisjon som utgjør mer enn 10 % av aksjekapitalen eller antall aksjer skal alltid betraktes som urimelig høy.
4. For de tilfeller der det er tale om å motta aksjer som honorar skal dette avtales på forhånd og bekjentgjøres for markedet i f eks prospekter og annet skriftlig materiale utarbeidet i forbindelse med det aktuelle oppdrag.
5. Et medlemsforetak skal etablere interne rutiner og regler for foretakets erverv, forvaltning og avhendelse av aksjer og andre finansielle instrumenter i tilknytning til foretak som foretaket representerer eller utfører oppdrag for. Det samme gjelder for aksjer og andre finansielle instrumenter som foretaket mottar som godtgjørelse for utført arbeid.