

## **ANBEFALING NR. 1**

### **Tilretteleggers undersøkelsesplikt ved kapitalinnhenting**

## 1. Innledning

Når utstedere av finansielle instrumenter gjennomfører kapitalinnhenting fungerer verdipapirforetak som rådgiver for utsteder, samt opptrer som mellommann overfor investorer. I det følgende blir verdipapirforetak som innehar en slik rolle omtalt som tilrettelegger.

Denne anbefalingen gir veiledning om hvilke undersøkelser tilrettelegger bør gjennomføre av utsteder i forbindelse med kapitalinnhenting, for å sikre at tilstrekkelig og relevant informasjon inntas i investordokumentasjonen som deles med potensielle investorer. Det avgrenses mot M&A-lignende kapitalinnhenting, dvs. der emisjonen kun rettes mot et fåtall industrielle eller finansielle investorer som får tilgang til å gjennomføre egne undersøkelser av utsteder. I disse tilfeller bør det fremgå av investordokumentasjonen at investorene må gjøre egne undersøkelser, og at tilrettelegger ikke selv har gjort undersøkelser for å kvalitetssikre informasjonen fra utsteder.

Målsetningen med anbefalingen er å gi tilretteleggere veiledning om omfanget av undersøkelser som bør utføres av utsteder i forbindelse med en kapitalinnhenting. Dette skal bidra til å fastsette et riktig nivå på disse undersøkelsene, slik at både investorbeskyttelse og markedets integritet ivaretas, samtidig som det legges til rette for effektiv kapitalinnhenting for utstederne.

Tilretteleggers undersøkelsesplikt har nær sammenheng med utsteders plikt til å utarbeide og offentliggjøre informasjonsgrunnlaget for transaksjonen. Det følger av verdipapirhandellovens bestemmelser om «god forretningsskikk» at verdipapirforetak skal påse at all informasjon til kunder eller potensielle kunder er balansert, klar og ikke villedende, jf. verdipapirhandelloven (vphl.) § 10-10. Det samme følger av MiFID II og tilknyttede rettsakter, som er gjennomført i verdipapirhandelloven mv, herunder Kommisjonsforordning EU 2017/565. Tilrettelegger har derfor ansvar for å bidra til at det gis tilstrekkelig informasjon om utsteder gjennom investordokumentasjonen, herunder relevante risikoforhold.

Anbefalingen legger seg på tre ulike nivåer på undersøkelser, hvor omfanget av undersøkelsene varierer; svært begrensede undersøkelser, begrensede undersøkelser og større omfang på undersøkelser. I anbefalingen omtales ulike faktorer som har innvirkning på omfanget av undersøkelsene. Undersøkelser i denne anbefalingen omfatter enhver undersøkelse av utsteder, herunder også juridisk og/eller finansiell due-diligence. I anbefalingen omtales dette som juridisk og finansiell gjennomgang.

Hvis det i forbindelse med undersøkelsene avdekkes forhold som er egnet til å påvirke investorenes investeringsbeslutninger eller antatt pris på de finansielle instrumentene, må tilrettelegger påse at slike forhold blir beskrevet tydelig i investordokumentasjon.

## 2. Virkeområde

Krav til tilretteleggers undersøkelser varierer avhengig av blant annet type finansielt instrument, om utsteder har finansielle instrumenter notert på et regulert marked, multilateral handelsfasilitet eller er unotert, hvilke investorer man henvender seg til, hva som eventuelt

fremheves i/fokus for investordokumentasjonen, hvilken risiko en investering i de finansielle instrumentene representerer, mulighetene for investorer til å gjøre egne undersøkelser, kunnskap om utsteder mv.

Undersøkelsene kan eksempelvis omfatte regnskapsmessig, finansiell, teknisk, miljømessig, skattemessig, og/eller juridisk gjennomgang av et utstederselskap med sikte på å gi investorene grunnlag for å treffe velinformerte investeringsbeslutninger.

Ved kapitalinnhentingsoppdrag som ikke gjennomføres etter norsk rett, kan det være andre krav til og en annen markedspraksis som legger føringer for nivået på undersøkelsene. Det er derfor viktig å avstemme hvilke krav/forventninger som eventuelt gjelder for slike transaksjoner.

Tilretteleggers undersøkelsesplikt løper gjennom hele oppdraget og innebærer et ansvar for å overvåke og vurdere informasjonen som presenteres til investorene. Med hensyn til tilretteleggers kontroll av denne informasjonen, vil det imidlertid normalt kunne være akseptabelt å i stor grad lene seg på de undersøkelser som utstede advokat gjennomfører i forbindelse med utarbeidelse av tilbudsprospekt. Dette skyldes blant annet ettersom selskapets styre/ledelse selv må avgi egen ansvarserklæring i prospektet.

Normalt vil de tilretteleggerne som involveres sent i prosessen og/eller har en begrenset rolle ved eksempelvis å kun være et salgssledd, ha begrensede muligheter for å gjennomføre tiltak utover det som allerede er gjort eller påvirke investordokumentasjonen. En tilrettelegger som kommer inn sent i prosessen må derfor foreta en egen vurdering av om de undersøkelser som har blitt gjort fremstår som hensiktsmessige, samt om investordokumentasjonen fremstår som fornuftig i lys av egen kjennskap til utstederen. Alle de involverte tilretteleggerne skal samlet påse at informasjonen som legges frem for investorene er balansert, klar og ikke villedende. Tilretteleggere som involveres sent i prosessen bør rapportere eventuelle identifiserte avvik fra egne standarder eller bekymringer, til de foretak som har vært involvert i transaksjonen fra start.

### **3. Investordokumentasjon**

#### **3.1. Generelt**

Gjennom en god utarbeidelse og kvalitetssikring av informasjonen i investordokumentasjonen, kan både utstedere og tilretteleggere redusere risikoen for misforståelser og rettslige komplikasjoner. Samtidig vil dette gi investorer et bedre grunnlag for å fatte informerte investeringsbeslutninger. Ved offentlige tilbud og noteringer på regulerte markeder følger det av henholdsvis prospektforordningen og/eller verdipapirhandelloven at det skal utarbeides prospekt med bestemte krav. For transaksjoner som er unntatt prospektplikt vil investordokumentasjonen kunne omfatte en investorpresentasjon eller et informasjonsmemorandum, tegningsblankett, term sheet, deal mail, og eventuelt andre dokumenter som gir informasjon om investeringsmuligheten. Uavhengig av om det utarbeides prospekt eller ikke, er formålet med den nevnte dokumentasjonen å gi investorene et tilstrekkelig presist bilde av investeringen, med fremstilling av risiko samt juridiske og økonomiske forhold.

For noen typer transaksjoner vil investordokumentasjonen være enklere. Når det utstedes et Investment Grade-obligasjonslån, vil dokumentasjonen vanligvis bare bestå av et term sheet,

med mindre utstederen er ny i obligasjonsmarkedet. I så fall lages det vanligvis også en investorpresentasjon. Tilsvarende kan det for enkelte aksjeemisjoner i noterte selskaper anses å ikke være nødvendig med en egen investorpresentasjon, der f.eks. børsmeldingen anses å være dekkende og investorrelevant informasjon ellers anses å foreligge tilgjengelig i markedet. I slike tilfeller kan det også være aktuelt å lage en mindre omfattende investorpresentasjon, eller f.eks. å vedlegge relevante risikofaktorer til tegningsblanketten.

### **3.2. Utarbeidelse av investordokumentasjon**

Formelt sett er det utsteder som er ansvarlig for innholdet i investordokumentasjonen, men tilrettelegger yter normalt betydelig bistand i prosessen med utarbeidelsen av denne. Tilretteleggerens rolle kan innebære å gi råd om hvordan informasjonen bør struktureres, hjelpe med å lage økonomiske prognoser, bidra med vurderinger av risikofaktorer og gi markedsinformasjon. Det er viktig at tilrettelegger sikrer at utsteder innestår for innholdet i investordokumentasjonen, samt påtar seg det fulle ansvaret for at dokumentasjon er nøyaktig og fullstendig. Dette bekreftes normalt ved en oppsummerende samtale med relevante personer hos utsteder og som del av fullstendighetserklæringen, jf. hhv. pkt. 4.8 og 4.9 nedenfor.

Situasjonen kan være en annen innenfor prosjektfinansieringsoppdrag, hvor tilrettelegger indirekte selv kan være initiativtaker til transaksjoner, ved å selv opprette et nytt prosjektselskap som gjør oppkjøp og hvor investorene tilbys å kjøpe aksjer i prosjektselskapet. I Norge er denne modellen ofte brukt for eiendom og shipping. I slike tilfeller vil tilrettelegger gjerne stå for utarbeidelse av all investordokumentasjon, uten at det foreligger et oppdrag fra andre enn prosjektselskapet.

### **3.3. Gjennomgang av investordokumentasjon**

For å sikre at relevante aspekter ved investeringen blir riktig fremstilt, må tilrettelegger foreta en grundig gjennomgang av investordokumentasjonen. Dette kan inkludere en vurdering av utsteders forretningsmodell, markedssituasjon, finansielle data, og spesifikke risikofaktorer, der relevant. Tilrettelegger bør vurdere i hvilken grad sentrale forhold som er presentert skal verifiseres.

### **3.4. Innhold i investordokumentasjon**

Avhengig av

- transaksjonens struktur
- type finansielt instrument og risikoen ved investeringen
- om utsteder fra før av har finansielle instrumenter tatt opp til handel på regulert marked, multilateral handelsfasilitet, eller er unotert

bør investordokumentasjonen inkludere en rekke elementer for å sikre balansert, klar og ikke villedende informasjon til investorer, slik som:

- **Risikofaktorer:** En beskrivelse av relevante risikofaktorer knyttet til utsteder og investeringen skal normalt inkluderes. Dette kan omfatte risikoer relatert til utsteders økonomiske situasjon, markedet, konkurranse, juridiske forhold, de finansielle instrumentene eller andre relevante aspekter. Prospektforordningens regler knyttet til

hvordan risikofaktorer skal utformes kan brukes som veiledning, ettersom det er vanlig med etterfølgende noteringsprosesser eller reparasjonsemisjoner som krever utarbeidelse av prospekt.

- **Vilkår for transaksjonen:** Investordokumentasjonen som term sheet og tegningsblankett («Application Form/Subscription Form») må tydeliggjøre de juridiske forpliktelsene som følger med investeringen, både for utsteder og investor. Dette inkluderer vilkår for tegningen og sentrale rettigheter og plikter knyttet til det finansielle instrumentet.
- **Økonomiske prognoser og analyser:** Dersom materialet inneholder prognoser og økonomiske analyser som gir informasjon om utsteders forventede fremtidige inntekter, skal slike være basert på realistiske forutsetninger basert på den aktuelle informasjonen/dokumentasjonen mottatt fra utsteder og aktuell offentlig informasjon. Tilrettelegger gir imidlertid ingen garanti for at informasjonen eller dokumentasjonen som ligger til grunn for prognosene og analysene er korrekt, noe som normalt reguleres i ansvarsfraskrivelsen (disclaimeren) inntatt i materialet.
- **Øvrige forhold:** Eventuelle revisoranmerkninger og aktuelle/potensielle rettstvister som er tilstrekkelig vesentlige/relevante i lys av den aktuelle transaksjonen.

Der aktuelt, bør det normalt fremgå hva tilrettelegger eventuelt har gjort for å verifisere informasjonen, og i hvilken grad andre rådgivere har vært involvert i undersøkelsene. For eksempel kan dette inkludere informasjon om hvorvidt, og i så fall i hvilken grad advokater eller andre rådgivere har bistått, for eksempel ved revisjon av finansielle data eller undersøkelser av juridiske forhold. Dette vil vanligvis inntas i tegningsblanketten.

## **4. Undersøkelsene**

### **4.1. Vurdering av behovet for undersøkelser**

Tilrettelegger skal alltid vurdere behovet for undersøkelser av utsteder og utsteders virksomhet, og hvilket omfang av undersøkelser som vil være relevant. Tilrettelegger bør gjøre vurderingene så tidlig som mulig i prosessen. Vurderingene bør dokumenteres eksempelvis i referater fra behandling i foretakets engasjementskomité eller på annen egnet måte.

### **4.2. Hvem kan gjennomføre undersøkelsene?**

Undersøkelsene kan enten gjøres av tilrettelegger selv eller i samarbeid med eksterne rådgivere. Når det er ønskelig å bruke eksterne rådgivere, bør tilrettelegger velge rådgivere som har nødvendig kompetanse og uavhengighet i forhold til utsteder og utsteders eventuelle rådgivere. Dersom tilrettelegger engasjerer eksterne rådgivere for å foreta undersøkelser, må rapportene fra tilretteleggers rådgivere gjennomgås av tilrettelegger med sikte på at vesentlige forhold blir gjort kjent for investorene, for eksempel ved at funn blir beskrevet i risikofaktorene knyttet til utsteder.

### **4.3. Omfang av undersøkelser**

Omfanget av tilretteleggers undersøkelser skal vurderes konkret i hvert enkelt tilfelle. Omfanget av undersøkelsene som utføres av eksterne rådgivere, herunder eksempelvis

juridiske og finansielle undersøkelser, vil bero på tilretteleggers kunnskap om utsteder og det underliggende behovet for informasjon til investorene, samt hvilke investorer som er påtenkt som investorer/kjøpere av verdipapirene (target market), samt hvilke forhold hos/med utsteder som eventuelt særskilt fremheves i investormaterialet.

#### **4.4. Plikt til undersøkelser - noteringsprosesser mv**

Ved opptak av finansielle instrumenter til handel på markedsplasser eller ved børsnoteringer stilles det ofte spesifikke krav til undersøkelser fra den enkelte markedsplass. Disse kravene kan variere avhengig av markedsplassen hvor instrumentet skal tas opp til handel. Kravene kan inkludere en gjennomgang av utsteders regnskaper, ledelsesstruktur, finansiering, forretningsmodell, vesentlige kontrakter, samt selskapsrettslige, arbeidsrettslige, regulatoriske og eventuelle andre juridiske forhold og risikofaktorer som kan påvirke utsteders gunnethet.

På Oslo Børs varierer kravene avhengig av hvilken markedsplass utsteder ønsker å notere seg på, som for eksempel hovedlisten, Euronext Expand eller Euronext Growth. For eksempel har hovedlisten generelt strengere krav til rapportering og selskapsstyring sammenlignet med Euronext Growth, som er tilrettelagt for mindre, raskt voksende selskaper med lavere krav til rapporteringsfrekvens.

Det er derfor avgjørende at tilretteleggeren tidlig i prosessen setter seg grundig inn i kravene som gjelder for den aktuelle markedsplassen. Tilretteleggeren må også sørge for at utsteder som søker opptak, er godt forberedt på å oppfylle disse kravene. Dette innebærer ofte tett samarbeid med juridiske og finansielle rådgivere for å sikre at all dokumentasjon er på plass, og at utsteder oppfyller markedsplassens krav til transparens, rapportering og selskapsstyring.

Det kan også være krav om utarbeidelse av EØS-prospekt for eksempel ved opptak til handel på regulert marked og ved offentlige tilbud om tegning eller kjøp av verdipapirer. Et EØS-prospekt forutsetter omfattende informasjon om utsteder samt undersøkelser.

God forståelse av opptakskravene og en god plan for å oppfylle dem vil bidra til å øke sannsynligheten for et vellykket opptak til handel. Feil eller mangler i undersøkelsesprosessen kan ikke bare forsinke opptaket, men også føre til et svekket tillitsforhold til investorer og potensielle aksjonærer.

#### **4.5. Svært begrensede undersøkelser**

For enkelte transaksjonstyper vil behovet for undersøkelser være svært begrenset. Dette kan være relevant for både obligasjonsutstedelser og aksjeemisjoner. For eksempel fordi man nylig har gjennomført en transaksjon der relevante undersøkelser allerede har blitt gjort, eller der det utstedes obligasjoner fra store solide utstedere (som for eksempel banker, industri, energi- og kraftforetak) som har en offisiell kredittrating fra et anerkjent kreditbyrå, samt for enkelte andre typer utstedere, som f.eks. enkelte kommuner/fylkeskommuner og selskap garantert av disse. For kommuner/fylkeskommuner bør det imidlertid vurderes å innhentes kopi av gyldig lånevedtak/eventuelt erklæring/bekreftelse om at slikt vedtak foreligger.

Behovet for undersøkelser vil måtte vurderes konkret med hensyn til hvor gammel kredittratingen er, hvorvidt utsteder er notert, hvorvidt utsteder har konsesjon, hvorvidt

utsteder tidligere har benyttet obligasjonsmarkedet, om utsteder jevnlig rapporterer finansiell informasjon til markedet, hvilke investorer man skal henvende seg til osv.

Der utsteder av et obligasjonslån har en kredittrating på BBB- eller bedre (Investment Grade) og transaksjonen primært retter seg mot institusjonelle investorer, anses det normalt ikke nødvendig å gjennomføre undersøkelser i form av oppsummerende samtale (bring-down call/DD-call) eller innhenting av fullstendighetserklæring.

Der utsteder av et Investment Grade-obligasjonslån er ny i obligasjonsmarkedet, bør tilrettelegger likevel vurdere å gjennomføre en slik oppsummerende samtale med relevante personer i utsteder og/eller innhente fullstendighetserklæring. Det samme vil være tilfelle der obligasjonslånet selges til institusjonelle investorer som et Investment Grade-obligasjonslån uten at det foreligger en offisiell kredittrating som bekrefter dette. Dette vil kunne være tilfelle for helt opplagte Investment Grade-utstedere (som for eksempel enkelte kraftselskaper, kommuner/fylkeskommuner og selskap garantert av disse, industri- og eiendomsselskaper).

Tilsvarende vil det være et mer begrenset behov for undersøkelser der utsteder kort tid i forveien av transaksjonen har gjennomført en transaksjon der relevante undersøkelser allerede har blitt gjennomført, for eksempel der en obligasjonsutsteder gjør en etterfølgende «tap issue» kort tid etter den opprinnelige obligasjonsutstedelsen, eller ved en reparasjonsemisjon som utstedere eventuelt gjennomfører etter rettede aksjeemisjoner. I en slik situasjon vil det normalt være tilstrekkelig å innhente en bekreftelse på at det ikke har skjedd materielle endringer siden den forrige transaksjonen, med hensyn til de undersøkelser som da ble gjennomført. Det vil i slike tilfeller heller ikke alltid være nødvendig å be om en slik bekreftelse, f.eks. der det utarbeides tilbudsprospekt for en reparasjonsemisjon. Tilrettelegger vil da normalt i stor grad kunne lene seg på det arbeidet/de kontroller utsteders advokat har gjort i forbindelse med utarbeidelsen av prospektet; blant annet ettersom utsteders styre/ledelse selv må avgi ansvarserklæring i prospektet.

Situasjoner hvor investorene på egenhånd har initiert egne undersøkelser, vil også etter forholdene kunne tilsi at behovet for at tilrettelegger gjør nærmere undersøkelser anses mer begrenset.

#### **4.6. Begrensede undersøkelser**

Ut over tilfellene som er omtalt i punkt 4.5 over, hvor det er svært begrensede undersøkelser, vil det være tilfeller hvor det vil være behov for noen flere undersøkelser fra tilrettelegger. Under følger eksempler på slike tilfeller, og i disse tilfellene vil det som regel være tilstrekkelig om tilrettelegger innhenter fullstendighetserklæring og gjennomfører samtaler med ledelsen og/eller styret.

- Ett av utsteders finansielle instrumenter, dvs. enten aksjer eller obligasjonslån, er allerede notert på en anerkjent markedsplass med krav til jevnlig rapportering, og hvor man kan forvente at informasjonen er oppdatert og utlignet i markedet. Tilsvarende kan være relevant hvis utsteders finansielle instrumenter inntil nylig har vært notert på tilsvarende markedsplass.
- Utsteder har konsesjon fra offentlig myndighet og er underlagt offentlig tilsyn; som eksempelvis banker, og det er ingen avvik ved utsteders rapportering.

- Tilrettelegger kjenner utsteder og dets eiere godt, for eksempel basert på tidligere samarbeid med utsteder i tilsvarende eller andre typer transaksjoner.
- Utsteder er velkjent i markedet, og det er tilstrekkelig offentlig tilgjengelig informasjon om selskapet, for eksempel hvis utsteders aksjer har vært registrert på NOTC i minst tre år, eller at utsteder er eid av et allerede notert selskap og rapporterer til markedet gjennom dette.
- Utsteder har eiere som tilrettelegger tidligere har hatt oppdrag for, eller som er velkjent i markedet med godt omdømme, eller som inkluderer utsteder i egen rapportering. Et eksempel er selskaper eid av private equity aktører, som selv rapporterer porteføljen til egne investorer.
- Det er nylig gjennomført undersøkelser av utsteder, der tilrettelegger har fått tilgang til rapporter eller lignende, og det foreligger ingen indikasjoner på vesentlige endringer siden denne gjennomgangen.

#### **4.7. Større omfang på undersøkelser**

I noen transaksjoner vil det kunne være et større behov for undersøkelser fra tilretteleggers side, for å påse at informasjonen fra utsteder er så korrekt og fullstendig som mulig. Ved vurderingen av om ytterligere undersøkelser er nødvendig kan følgende være relevant:

- Utsteder er lite kjent for tilrettelegger og/eller markedet, og utsteder har kompleks virksomhet eller selskapsstruktur.
- En ikke-ubetydelig del av utsteders virksomhet er hjemmehørende i jurisdiksjoner som tilrettelegger har liten eller ingen erfaring med/kunnskap om.
- Der det er mer enn ett år siden utsteders siste avlagte reviderte regnskap.
- Utsteder har hatt vesentlige selskapshendelser siden seneste finansielle rapportering som ikke har blitt utliknet i markedet.
- Tilrettelegger har begrenset kunnskap om sektoren utsteder opererer i.
- Utsteder har kort selskapshistorikk.
- Utsteders valgte revisor har mottatt alvorlige merknader fra Finanstilsynet siste par år og/eller har kort driftstid.

De ovennevnte kriteriene vil ikke alltid være relevante. Der det f.eks. opprettes et eget selskap for å utstede en obligasjon (SPV) innenfor en eksisterende selskapsstruktur, vil dette selskapets korte historikk normalt ikke være et relevant kriterium. Kriteriene må derfor alltid vurderes opp mot den aktuelle konteksten/transaksjonen.

Der de ovennevnte kriteriene er relevante innhentes normalt en fullstendighetserklæring, og det skal også gjennomføres samtaler med ledelsen og styret. Det kan imidlertid også være nødvendig å gjøre ytterligere undersøkelser. Slike undersøkelser kan etter omstendighetene innebære alt fra å stille tillegsspørsmål til selskapet og/eller tredjeparter



til å foreta en mer omfattende dokumentbasert gjennomgang, herunder ved hjelp av eksterne rådgivere (som f.eks. advokater, tekniske og/eller finansielle rådgivere mv.).

#### **4.8. Oppsummerende samtale med utsteder (også kalt bring down call/DD-call)**

Tilrettelegger skal ved en kapitalinnhenting ha løpende dialog med utsteders administrasjon slik som daglig leder og finansdirektør og eventuelt også styret.

Tilrettelegger skal i tillegg til å innhente fullstendighetserklæring, gjennomføre en oppsummerende samtale hvor utsteder gir bekreftelser og redegjør for eventuelle avvik/punkter som er av vesentlig betydning for investorer før salgsfasen igangsettes, med mindre det er særlige forhold som tilsier at det ikke er behov for å avholde slik samtale. Samtalen må dokumenteres av tilrettelegger på tapet linje.

Samtalen bør gjennomføres når investordokumentasjonen er ferdig, og så sent i prosessen som mulig, men samtidig på et tidspunkt som gjør det mulig å adressere eventuelle funn i investordokumentasjonen eller liknende, før distribusjon av materialet.

De personer som har deltatt i den løpende dialogen mellom tilrettelegger og utsteder, samt eksterne rådgivere bør være til stede under denne oppsummerende samtalen. Som et utgangspunkt bør utsteders daglige leder og finansdirektør, samt en representant fra styret delta. Det kan likevel vurderes om det er nødvendig at styremedlemmer deltar i tilfeller der ledelsen i selskapet forventes å inneha all relevant informasjon, hvilket for eksempel ofte vil være tilfelle for noterte utstedere.

VPPF har utarbeidet en mal for en slik oppsummerende samtale.

#### **4.9. Fullstendighetserklæring**

Tilrettelegger skal ved all kapitalinnhenting, hvor ikke investorene selv gjør egne undersøkelser, innhente en fullstendighetserklæring hvor utsteder bekrefter at informasjonen i investordokumentasjonen er fullstendig og korrekt. Tilrettelegger lener seg normalt på det utsteder bekrefter i fullstendighetserklæringen, med mindre svarene eller andre forhold som oppdages i diskusjoner med utsteders ledelse gir grunnlag for ytterligere undersøkelser.

Fullstendighetserklæringen bør signeres av de personer som har deltatt i den løpende dialogen mellom tilrettelegger og utsteder. Som et utgangspunkt bør utsteders daglige leder og finansdirektør, samt en representant fra styret signere (normalt styreleder). Det kan likevel vurderes om det er nødvendig at styremedlemmer signerer i tilfeller der ledelsen i selskapet forventes å inneha all relevant informasjon, hvilket for eksempel ofte vil være tilfelle for noterte utstedere. Dette bør samtidig vurderes opp mot utsteders signaturregler og hvem hos utsteder som har signert mandatet med tilrettelegger

VPPF har utarbeidet en mal for en fullstendighetserklæring.

#### **4.10. Juridisk gjennomgang**

Dersom tilrettelegger vurderer det hensiktsmessig eller nødvendig å gjennomføre en juridisk gjennomgang i forbindelse med tilretteleggeroppdrag, utføres dette normalt av eksterne

advokater. Advokatene som utfører den juridiske gjennomgangen bør være uavhengige fra utsteder, og ikke være utsteders løpende advokatforbindelse eller juridisk rådgiver for utsteder i transaksjonen. Der man f.eks. ønsker å gjennomføre en begrenset undersøkelse av et bestemt forhold i en pågående transaksjon, kan tilrettelegger imidlertid vurdere å be utstederens advokat om dette, fremfor å engasjere en ny advokat kun for dette formålet. Dette forutsetter at tilrettelegger vurderer dette som forsvarlig mot investorenes interesser, i lys av risikoen med det aktuelle forholdet.

Der utsteder er et utenlandsk selskap eller har vesentlig virksomhet i et annet land enn Norge, bør tilrettelegger vurdere om en utenlandsk advokat bør bistå i gjennomgangen, eventuelt at en norsk advokat gjennomfører en undersøkelse av nordisk- og engelskspråklige kontrakter, der dette anses hensiktsmessig.

Tilrettelegger bør sammen med ekstern rådgiver vurdere nærmere omfanget av gjennomgangen, og behovet opp mot blant annet bransje, størrelse på virksomhet, det finansielle instrument som skal utstedes, risikoen forbundet med investeringen, samt investordokumentasjon som er tiltenkt for transaksjonen. En juridisk gjennomgang bør fokusere på hvor utsteder, og indirekte investorene, er utsatt for størst juridisk risiko.

#### **4.11. Finansiell gjennomgang**

Ofte vil tilrettelegger i stor grad kunne gjennomføre en finansiell gjennomgang av utsteder uten behov for å engasjere eksterne rådgivere. Dersom det likevel vurderes hensiktsmessig eller nødvendig, skal eksterne rådgivere som utfører gjennomgangen være uavhengige av utsteder og i utgangspunktet ikke være utsteders revisor eller ansatt i samme revisjonsforetak.