

KAPITAL- OG VENTUREFONDE

– NÅR INVESTORER MISLIGHOLDER

Af advokat Rebecca Vikjær Sandholt og advokat Jakob Mosegaard Larsen, Nielsen Nørager

1. INTRODUKTION

Kapital- og venturefonde opererer således, at investorerne ikke indbetaler deres fulde kapitaltilsagn ved oprettelsen af en fond. I stedet indbetales kapitalen løbende i takt med, at fondens kapitalbehov materialiserer sig. Dette giver investorerne frihed til at disponere over deres resterende kapitaltilsagn, indtil fonden skal finansiere et opkøb eller i øvrigt skal afholde udgifter. Samtidig kan fonden levere en højere intern rente (IRR) til investorerne ved at anvende investorernes penge i så kort en periode som muligt.

Modellen forudsætter, at der er tillid mellem investorerne og managementselskabet til, at investorerne kan og vil betale deres kapitaltilsagn efter løbende anmodninger fra managementselskabet (cash calls). Modellen forudsætter også, at der er tillid hos de personer, som fonden forhandler investeringer med, til at fonden rent faktisk disponerer over den tilsagte kapital.

I mange år har risikoen for investormisligholdelse ikke været fremtrædende, og modellen har fungeret upåklageligt. Finanskrisen har imidlertid øget opmærksomheden omkring risikoen for investormisligholdelse og behovet for afbalancerede og praktisk anvendelige bestemmelser i fondsaftalerne til håndtering af investorers misligholdelse af deres betalingsforpligtelser.

Det er formålet med denne artikel at belyse, hvilke overvejelser der bør gøres ved udarbejdelsen af bestemmelser i fondsaftalen til håndteringen af investormisligholdelse og at komme med forslag til indholdet af sådanne bestemmelser.

2. STRENGE ELLER MILDE MISLIGHOLDELSSEBEFØJELSER?

Managementselskabet og investorerne har i udgangspunktet sammenfaldende interesser i forhold til indholdet af misligholdelsesbeføjelserne. Således har både managementselskabet

og investorerne interesse i, at misligholdelsesbeføjelserne formuleres således, at de sikrer, at fonden påføres mindst mulig skade som følge af en investors misligholdelse. Hensynet til den misligholdende investor må i høj grad vige for hensynet til fonden og de øvrige investorer.

Misligholdelsesbeføjelserne bør være tilpas kontante til, at de har en præventiv effekt, ligesom de bør være umiddelbart eksekverbare, således at fonden ikke er afhængig af, at en misligholdende investor kan eller vil samarbejde. Samtidig er det ofte vanskeligt at forudse, hvilke misligholdelsesbeføjelser der i et konkret tilfælde af misligholdelse er bedst egnede til at sikre fondens interesser. Managementselskabet bør derfor indrømmes et skøn i relation til valget af misligholdelsesbeføjelser, der formentlig alene skal begrænses af det grundlæggende krav, at managementselskabet skal handle i fondens interesse. Det bør ikke retmæssigt kunne indgå i managementselskabets overvejelser omkring håndteringen af en konkret misligholdelsessituation, om managementselskabet af årsager, som ikke er specifikt relateret til fonden, kunne have en interesse i at bevare en god relation til den misligholdende investor.

Ved forhandlingerne omkring formuleringen af misligholdelsesbeføjelserne kan det endvidere eventuelt indgå som et element, at misligholdelsesbeføjelserne kan modsvares af en bestemmelse, der begrænser, hvor meget kapital der må kaldes fra investorerne inden for nærmere aftalte tidsgrænser – et forhold som også af hensyn til solvens II-reglerne kan være relevant.

3. MISLIGHOLDELSSESBEFØJELSERNES KONKRETE INDHOLD

Overordnet set bør fonsaftalen som nævnt indrømme managementselskabet vide beføjelser til at håndtere en investors misligholdelse. I det følgende gennemgås og diskuteres de væsentligste misligholdelsesbeføjelser, som bør reguleres i fonsaftalen.

3.1 Salgspligt

Som oftest er det i fondens og de ikke-misligholdende investorers interesse, at fondens tilsagte kapital ikke reduceres som følge af investormisligholdelse. En misligholdende investor bør derfor være forpligtet til efter anvisning fra managementselskabet at sælge sin ejerandel i fonden. Et sådant skidt bør dog først kunne iværksættes efter en (ny) kortvarig

frist til at afhjælpe misligholdelsen. Det kan overvejes at lade de øvrige investorer have forkøbsret til den misligholdende investors ejerandel, ligesom salg til tredjemand bør være muligt. Omvendt bør managementselskabet aldrig være berettiget til at købe ejerandelen, idet risikoen for interessekonflikter i forbindelse med valg af misligholdelsesbeføjelse og prisfastsættelse herved ville forøges væsentligt. Det kan endvidere ikke anbefales at fiksere en salgspris i fondsaftalen på f.eks. 75 % af markedsværdien. En oplagt mulighed er i stedet, at der skal iværksættes en budrunde og/eller auktionsproces, så det sikres, at andelen bliver solgt til "den rigtige pris". Efter dækning af omkostninger m.v. vil salgssprovenuet kunne fordeles mellem den misligholdende investor og fonden efter en på forhånd fastsat nøgle, f.eks. med halvdelen til hver. Uanset valget af salgsmodel bør fondsaftalen indeholde fornødne bemyndigelser til managementselskabet til at handle på den misligholdende investors vegne i forbindelse med et salg, således at salget kan gennemføres også over for en ikke-samarbejdsvillig investor.

3.2 **Annullering af kapitalandele**

Fondsftalen bør give mulighed for, at den misligholdende investors kapitalandel i fonden efter omstændighederne annulleres, hvorved investoren fratages enhver ret til fremtidigt afkast fra fonden. En sådan beføjelse bør dog alene kunne anvendes, hvis den misligholdende investor ikke indbetaler det forfaldne kapitaltilsagn, renter og omkostninger (eller afhjælper anden form for misligholdelse) inden en (ny) kortvarig frist. Annullering af kapitalandelen bør endvidere alene kunne anvendes, hvor det er proportional set i forhold til fondens berettigede interesser og muligheden for at varetage disse gennem mindre indgribende foranstaltninger. En mindre indgribende foranstaltning kunne f.eks. være en delvis annullering, hvor den misligholdende investors ret til fremtidigt afkast efterstilles de øvrige investorers ret til tilbagebetaling af deres indbetalte kapital og præferenceafkast. De skattemæssige konsekvenser af en sådan regulering skal overvejes nøje.

3.3 **Modregning og sikkerhed i fremtidige afkast fra fonden**

Fondsftalen bør sikre, at investorernes ret til afkast fra fonden beregnes med udgangspunkt i den faktisk indbetalte kapital. Endvidere bør fonden være berettiget til at modregne ikke-betalte, forfaldne kapitaltilsagn med tilhørende renter og omkostninger i den misligholdende investors eventuelle fremtidige afkast fra fonden, således at afkast alene udbetales til den pågældende investor, når ikke-betalte, forfaldne kapitaltilsagn med tilhørende renter og omkostninger er betalt via modregningen. Endelig bør managementselskabet efter om-

stændighederne indrømmes ret til at tilbageholde overskydende afkast som sikkerhed for den misligholdende investors betaling af fremtidige cash calls.

3.4 **Indbetaling af resterende kapitaltilsagn**

I visse tilfælde kan der være en øget risiko for, at en misligholdende investor også vil misligholde fremtidige betalingsforpligtelser over for fonden. Eksempelvis kan investoren være uenig i fondens investeringer, eller fonden kan klare sig så dårligt, at investoren ikke har nogen forventning om at få sin investerede kapital tilbage. Managementselskabet bør derfor være berettiget til efter omstændighederne at kræve hele den misligholdende investors ikke-indbetalte, ikke-forfaldne kapitaltilsagn indbetalt. Beløbet deponeres på en særskilt konto, hvorfra managementselskabet kan foretage de relevante hævnings ved efterfølgende cash calls. Kun den del af det indbetalte beløb, som er omfattet af et efterfølgende cash call, og som er hævet fra kontoen, skal anses for kaldt og indbetalt til fonden og først på tidspunktet for hævnings fra kontoen. Overskydende saldo på kontoen inkl. eventuelle renter udbetales til investoren efter sidste cash call.

3.5 **Fortabelse af stemmerettigheder**

Så længe en misligholdelse består, bør den misligholdende investor fratages sine stemmerettigheder i fonden, herunder retten til eventuel deltagelse i fondens investor board. Det ses under tiden, at den misligholdende investor fratages sine stemmerettigheder permanent og uden hensyn til, om misligholdelsen efterfølgende bringes til ophør. Dette forekommer unødvendigt vidtgående. Det bør i øvrigt ved udformningen af quorumkrav i fondsaftalen have for øje, at misligholdelse kan føre til en ændret sammensætning af stemmeberettigede investorer.

3.6 **Forrentning**

Det bør være en automatisk følge ved enhver forsinket betaling af cash calls, at det udestående beløb forrentes. Rentesatsen bør have en præventiv størrelse et væsentligt stykke over den til enhver tid gældende markedsrente. Rentebetalingen tilfalder fonden og skal ikke anses for indbetaling af tilsagt kapital fra den misligholdende investor.

3.7 Erstatning

Misligholdelse giver efter dansk rets almindelige regler fonden ret til erstatning, men det kan præciseres i fonsaftalen, at retten til erstatning omfatter både direkte udgifter til advokat, låneoptagelse m.v. og indirekte omkostninger som følge af misligholdelsen. De indirekte omkostninger kan eksempelvis bestå i de ressourcer, som managementselskabet bruger på at håndtere en misligholdelsessituation, og managementselskabet kan derfor også gøres erstatningsberettiget sammen med fonden. Alternativt kan fonden pålægges at afholde managementselskabets meromkostninger, hvorved fondens krav på erstatning fra den misligholdende investor forøges tilsvarende. Da det kan være forbundet med væsentlige vanskeligheder at kvantificere managementselskabets interne merudgifter som følge af en investormisligholdelse, kan det overvejes at fastsætte i fonsaftalen, at disse omkostninger kompenseres på timebasis med en på forhånd aftalt timesats.

4. DÆKNING AF KAPITALMANGEL SOM FØLGE AF MISLIGHOLDELSE

Manglende indbetaling af kapitaltilsagn fra en investor kan efter omstændighederne have alvorlige konsekvenser for fonden, idet fonden risikerer at misligholde sine forpligtelser til tredjemand, ligesom fonden risikerer at miste muligheden for at gennemføre en planlagt, attraktiv investering. Fonsaftalen bør derfor give managementselskabet adgang til at skaffe alternativ, midlertidig finansiering af forfaldne, ikke-indbetalte kapitalindskud ved optagelse af lån på fondens vegne. Hvis misligholdelsen ikke blot er midlertidig, og det ikke lykkes at sælge den misligholdende investors ejerandel i fonden med tilhørende kapitaltilsagn, må fonden indfri lånet. Indfrielsen må ske, ved at managementselskabet gennemfører et cash call hos investorerne, der kan dække beløbet til indfrielse af lånet (inkl. renter og omkostninger), med den konsekvens, at fondens samlede ikke-indbetalte kapitaltilsagn fra de ikke-misligholdende investorer reduceres. Alternativt kan managementselskabet indrømmes adgang til at opkræve det manglende kapitalindskud hos de øvrige investorer og behandle indbetalingen som et lån fra investorerne og ikke et kapitalindskud.

5. SAMMENFATNING

Misligholdelsesbeføjelserne ved en investors misligholdelse af sin betalingsforpligtelse over for fonden har to overordnede hensyn. Dels skal de modvirke, at misligholdelse opstår – de skal virke præventivt – og dels skal de sikre en for fonden optimal håndtering af mislighol-

delsen, hvis den opstår. Finanskrisen har betydet en øget fokus på indholdet af misligholdelsesbeføjelserne i fonsaftalerne og dette med god grund, da en investors misligholdelse af sin betalingsforpligtelse kan være yderst problematisk for fonden og den øvrige investorkreds.

Dansk rets almindelige bestemmelser om erstatning yder ikke tilstrækkelig beskyttelse i tilfælde af en investors misligholdelse, hvorfor fonsaftalen bør indeholde detaljerede regler herom. Managementselskabet bør i fonsaftalen indrømmes en høj grad af frihed i valget af misligholdelsesbeføjelser, formentlig alene begrænset af et grundlæggende princip om, at managementselskabet i enhver henseende skal handle i fondens interesse. Endelig skal fonsaftalen indeholde regler, som sikrer, at midlertidig kapitalmangel som følge af investormisligholdelse kan finansieres ved låneoptagelse i fonden.