

Vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajat II/II

Vaikutuksia DD:hen, velkavipuun ja rahoitusjärjestelyihin

Mika J. Lehtimäki



Mika J. Lehtimäki, asianajaja
OTM Helsinki, M.Jur Oxford, M.St. Oxford
Puh. +358 40 534 2273
Asianajotoimisto TRUST.
Mika.Lehtimaki@theTrust.fi

1 JOHDANTO

Vaihtoehtoisia rahastonhoitajia koskeva kattava sääntely tulee voimaan Suomessa heinäkuussa 2013. Olemme kuvanneet julkaisussamme "Vaihtoehtoiset Rahastonhoitajat I/II" sääntelyn perusrakennetta ja sovellettavuutta Suomessa. Tässä toisessa osassa kuvaamme joitain nimenomaisesti sijoitusyhtiöiden ja rahastojen yrityskauppojen toteuttamiseen ja rahoitukseen liittyviä kysymyksiä.

EU:n vaihtoehtoisia rahastonhoitajia koskevaan direktiiviin viitataan tässä kirjoituksessa termillä "Direktiivi"¹ ja sitä koskevaan tarkentavaan asetukseen termillä "Asetus"². Direktiivin mukaisiin vaihtoehtoisiin rahastonhoitajiin viitataan termillä "Rahastonhoitaja" ja Direktiivin sääntelemiin Rahastonhoitajien hallinnoimiin vaihtoehtoisiin sijoitusrahastoihin termillä "Rahasto".

Kyseisiä toimijoita koskevat toiminnalliset vaatimukset Direktiivissä, Asetuksessa, muissa delegoiduissa säädöksissä ja ESMA:n ohjeistuksessa ovat kattavia, joten olen käsitellyt tässä yleispäivityksessä ainoastaan joitakin yrityskauppojen ja nii-

¹ Euroopan Parlamentin ja Neuvoston Direktiivi 2011/61/EU, vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajista ja direktiivin 2003/41/EY ja 2009/65/EY sekä asetuksen (EY) N:o 1060/2009 ja (EU) N:o 1095/2010 muuttamisesta.

² Komission delegoitu asetus (EU) N:o 231/2013, Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2011/61/EU täydentämisestä poikkeuksien, yleisten toimintaedellytysten, säilytysyhteisöjen, vivutuksen, avoimuuden ja valvonnan osalta

den rahoituksen kysymyksiä, jotka vaikuttavat yritysjärjestelyiden strukturointiin. Nämä kysymykset liittyvät:

- (i) Due diligence tarkastuksen rakenteeseen;
- (ii) Velkavivun käyttöön portfolioyhtiöiden hankinnassa; ja
- (iii) "Asset Strippingiin", joka tarkoittaa varallisuuden nostamista tai muuta ottamista kohdeyhtiöstä kaupan jälkeen.

Tässä kirjoituksessa esitetyt velvoitteet soveltuvat lähtökohtaisesti ainoastaan Rahastonhoitajiin ja Rahastoihin, joihin sovelletaan Direktiivin mukaisia velvoitteita täysimääräisesti.³

2 VAIKUTUKSET DUE DILIGENCE TARKASTUKSEEN

Due diligence tarkastusten merkitys nousee esille useassa Direktiivin ja Asetuksen säännöksessä: Rahaston omistukseen hankittavan kohdeyhtiön tarkastuksessa, päävälittäjän ja säilytysyhteisön valinnassa sekä suhteessa Rahaston sijoittajiin. Tässä käsitellään ainoastaan vaikutuksia kohdeyhtiön tarkastusta - ja vain sen yleisiä piirteitä.

Kohteen DD-tarkastuksen taustalla on Rahastonhoitajan hallinnoimien Rahastojen riskienhallinnan sääntely. Asianmukainen DD-tarkastus on tosin vain yksi osa rahastonhoitajien ja rahastojen riskienhallintaa. Direktiivin mukaan Rahastonhoitajien on (vähintään) toteutettava rahaston lukuun sijoittaessaan riittävä, dokumentoitu ja säännöllisesti päivitetty due diligence-tarkastusprosessi. Tarkastuksessa tulee ottaa huomioon vaihtoehtoisen sijoitusrahaston sijoitusstrategia, tavoitteet ja riskiprofiili.

Sinällään vaatimuksessa ei ole paljonkaan uutta pääomarahastojen normaaliin toimintaan, mutta tarkastuksen riittämättömyydestä voi seurata mm. Rahastonhoitajan ammatillinen (taloudellinen) korvausvastuu, joka on säädännäisesti varsin kattava. Täiltä osin viitataan "Vaihtoehtoiset Rahastonhoitajat I/II" esittämäämme.

Asetus tarkentaa lisäksi velvoitetta niin, että tarkastusvelvollisuus ja siihen liittyvä dokumentointivelvollisuus koskee myös yrityskaupan neuvotteluvaihetta ja kaikkia ennen kaupan täytäntöönpanoa tehtäviä toimia. Myös tapaamisia koskeva dokumentointivelvollisuus perustuu Asetuksen mukaisiin vaatimuksiin.

³ Edellytyksiä on käsitelty julkaisussamme "Vaihtoehtoiset Rahastonhoitajat I/II".

Asetus asettaa DD-tarkastukselle seuraavat tarkemmat velvoitteet. Rahastonhoitajien on:

- (i) noudatettava suurta huolellisuutta sijoitusten valinnassa ja jatkuvassa valvonnassa;
- (ii) varmistettava, että niillä on riittävät tiedot varoista, joihin Rahasto sijoittaa sekä varojen riittävä tuntemus; ja
- (iii) sovellettava asianmukaista huolellisuutta koskevia kirjallisia sääntöjä ja menettelyjä⁴ sekä toteutettava tehokkaat järjestelyt sen varmistamiseksi, että Rahastojen lukuun tehtävät sijoituspäätökset tehdään Rahaston tavoitteiden, sijoitusstrategian ja tarvittaessa riskirajojen mukaisesti.

Pääomarahastojen, jotka sijoittavat alhaisemman likviditeetin sijoituksiin (esim. listaamattomien yhtiöiden hankinnat) DD-tarkastuksessa tulisi Rahastonhoitajien panostaa kaupan neuvotteluvaiheessa seuraaviin vaatimuksiin:

- (i) laadittava Rahaston keston ja markkinaolosuhteiden kannalta tarkoituksenmukainen liiketoimintasuunnitelma ja päivitettävä sitä säännöllisesti;
- (ii) etsittävä ja valittava ”mahdollisia liiketoimia”, jotka ovat tarkoituksenmukaisia liiketoimintasuunnitelman kannalta;
- (iii) arvioitava valittuja liiketoimia niiden tarjoamien mahdollisuuksien ja niihin liittyvien kokonaisriskien, kaikkien merkityksellisten lainsäädännöllisten, verotukseen liittyvien, taloudellisten tai muiden arvoon vaikuttavien tekijöiden, inhimillisten ja materiaalien resurssien sekä strategioiden (mukaan lukien irtautumisstrategiat) kannalta;
- (iv) toteutettava liiketoimiin liittyvät asianmukaista huolellisuutta koskevat toiminnot ennen liiketoimien toteutuksen järjestämistä; ja
- (v) valvottava Rahaston suorituskykyä a kohdassa tarkoitetun liiketoimintasuunnitelman kannalta.

Rahastonhoitajien kannattaneen siis tämän valossa arvioida uudelleen ainakin DD-prosessejaan ja järjestää koko kaupan toteuttamista edeltävä DD- ja neuvotteluprosessi sääntelyn mukaiseksi.

3 VELKAVIVUN KÄYTTÄMINEN

Velkavivun käyttö Rahastojen ja kohdeyhtiöiden tasolla on säännelty Direktiivissä ja Asetuksessa

⁴ Kyseisiä politiikkoja ja menettelyjä on tarkasteltava uudelleen ja päivitettävä säännöllisesti.

kattavasti. Pääasiallinen syy velkavivun käytön sääntelylle on nk. sen vaikutusten arvioiminen suhteessa systemaattiseen riskiin finanssimarkkinoilla. Velkavipu lasketaan teknisesti Asetuksen 2 luvun tarkemman sääntelyn perusteella.

Tässä yhteydessä käsitellään ainoastaan velkavivua koskevia peruskysymyksiä yleisellä tasolla.

Rahastonhoitajan tulee osoittaa Fivalle, että velkavivutuksen rajat kunkin sen Rahaston osalta ovat kohtuullisia ja että se noudattaa kaiken aikaa kyseisiä rajoja. Rahastonhoitajan kotijäsenvaltion toimivaltainen viranomais (suomalaisten Rahastonhoitajien osalta Fiva) voi asettaa rajoja Rahastonhoitajan Rahastoissa käyttämälle velkavivutukselle, jos rahoitusjärjestelmän vakaus ja eheys ovat uhatuina.

Pääsääntö on, että Rahastonhoitajien on vahvistettava kunkin Rahaston velkavivutuksen enimmäistaso sekä vivutusjärjestelyissä mahdollisesti annettavat oikeudet vakuuksien tai takausten uudelleenkäyttöön. Tällöin huomioidaan mm. seuraavat seikat:

- (i) Rahaston tyyppi ja investointistrategia;
- (ii) velkavivutuksen lähteet;
- (iii) muut keskinäiset sidokset tai merkitykselliset suhteet muihin rahoituspalveluja tarjoaviin laitoksiin, jotka voivat aiheuttaa järjestelmäriskin;
- (iv) tarve rajoittaa positiota yksittäisessä vastapuoleessa;
- (v) se, missä määrin velkavivutus perustuu vakuuksiin;
- (vi) varojen ja vastuiden suhde; ja
- (vii) Rahastonhoitajan toiminnan laajuus, luonne ja määrä asianomaisilla markkinoilla

Rahastoon sijoittaville tulee antaa Rahastonhoitajan rekisteröimisvaiheessa perustiedot velkavivun käyttöä koskevasta politiikastaan. Lisäksi Rahastonhoitajan tulee niin ennen Rahastoon sijoittamista kuin säännöllisesti sijoitusperiodin aikanakin antaa sijoittajille tiedot rahastokohtaisesti Rahaston mahdollisesti käyttämän velkavivun enimmäismäärästä ja muutoksista, vakuuksien uudelleenkäyttöoikeuksista sekä velkavivun abosuullisesta määrästä.

Jos Rahastonhoitajien hallinnoimien rahastojen katsotaan käyttävän velkavivua ”oleellisessa määrin”, on saatettava Suomessa Fivan saataville:

- (i) tieto hoidettujen Rahastojen vivutuksen kokonaismäärästä, tieto siitä, miten vivutus jakautuu rahan tai arvopaperien lainaamiseen perustuvan ja rahoitusjohdannaisiin sisältyvän vivutuksen kesken, sekä tieto siitä, miten Rahastojen varoja on käytetty uudelleen vivutusjärjestelyissä.
- (ii) tietojen tulee sisältää Rahastonhoitajan Rahastojen osalta viisi suurinta lainarahan tai lainattujen arvopaperien lähdeä sekä tällaisista lähteistä saadun vivutuksen Rahastokohtaiset määrät.

Asetuksen mukaan Rahaston, jonka "sijoitusasteeseen perustuvan menetelmän mukaan"⁵ laskettu vivutusaste on alle kolminkertainen verrattuna Rahaston nettoarvoon, ei katsota hyödyntävän vivutusta merkittävässä määrin.

4 "ASSET STRIPPING"

Direktiivi ja Asetus asettavat kattavia tiedonantovelvoitteita liittyen "kontrolliaseman" hankkimiseen listatuissa ja listaamattomissa yrityksissä. Direktiivi ja Asetus asettavat tähän liittyen rajoitteita myös varallisuuden siirtämiseen kohdeyhtiöstä tietyn ajan sisällä kaupan tekemisestä.

Ennen varojensiirtokiellon tarkastelua, tulee huomioida seuraavat määritelmät:

- (i) kontrolli voi syntyä suoraan yhden tai välillisesti useamman Rahastonhoitajan hallinnoiman Rahaston kautta (joko sopimuksen nojalla tai muutoin);
- (ii) sama koskee muiden Rahastonhoitajien Rahastoja, jotka toimivat sopimuksen nojalla tai muutoin kontrollin harjoittamiseksi kohdeyhtiössä; ja
- (iii) säännöksiä ei sovelleta, jos kohdeyritys katsotaan pieneksi tai keskisuureksi yritykseksi⁶ tai yhtiöihin, jotka katsotaan kiinteistöjen hallintaa tai hallinnointia varten perustetuiksi erillisyyhtiöiksi.

Kontrolli tarkoittaa listaamattomien yritysten osalta yli 50% osuutta yhtiön äänistä. Listattujen yhtiöiden osalta sääntely viittaa nk. yritysvaltausdirektiivin kontrollirajaan (joka on jäsenvaltiokohtainen).

Mikäli "kontrolliosuuden" hankintaedellytys täyttyy, seuraa siitä kahden vuoden säädännäinen kieltäminen tai muutoin vaikuttaa yhtiön varojen jakamiseen, osakepääoman alentamiseen, osakkei-

den lunastukseen ja/tai omien osakkeiden hankintaan tai äänestää kyseisten päätösten puolesta ja estää parhaansa mukaan kyseiset toimet.

Nämä velvoitteet soveltuvat kuitenkin ainoastaan seuraavissa tilanteissa:

- (i) jos jaettaessa varoja (erityisesti tuoton sekä osakkeisiin liittyvien korkojen maksaminen) kohdeyhtiön osakkeenomistajille, yhtiön tilinpäätöksen mukainen nettovarallisuus (viimeinen tilinpäätöspäivä) on tai jakamisen johdosta olisi pienempi kuin merkityn pääoman (maksettu) ja yhtiön jakokelvottomien rahastojen yhteismäärä;
- (ii) varojenjaon määrä on suurempi kuin viimeksi päättyneen tilikauden voitto lisätynä siirtyvillä voitoilla ja varoilla rahastoista, joita saadaan käyttää voitonjakoon (vähennettynä siirtyvillä tappioilla ja varoilla, jotka on lain tai yhtiöjärjestyksen perusteella siirretty rahastoihin); ja
- (iii) Yhtiön omien osakkeiden hankinnan osalta: (jos hankinta sallitaan) yhtiön tekemät hankinnat, (ml. aiemmin hankitut hallussa olevat osakkeet ja yhtiön lukuun hankitut osakkeet), alentaisivat nettovarallisuutta alle kohdassa (i) (yllä) mainitun summan.

Osakepääoman alentamista koskevia säännöksiä ei sovelleta osakepääoman alentamiseen, jolla kateetaan toteutuneita tappioita tai jos tarkoituksena on varojen siirtäminen jakokelvottomaan rahastoon, jos toimenpiteen jälkeen rahaston määrä on enintään 10 prosenttia alennetusta merkitystä pääomasta

Varojen jakamista koskevat rajoitukset tarkoittavat yrityskaupparahoituksen kannalta esimerkiksi sitä, että osinkojen maksaminen uudelleenrahoituksen (*dividend recapitalization*) kautta olisi rajoitetumpaa. Sääntely kattaa myös esimerkiksi lunastusehtoiset osakkeet, jos niitä koskevien ehtojen mukaan osakkeet olisivat lunastettavissa kyseisen kahden vuoden sisällä. Näyttäisi kuitenkin siltä, että esimerkiksi osakkeenomistajien velkarahoituksen (*shareholder debt*) eivät kuuluisi rajoitusten piiriin. Tällöin neuvottelusuhde pankkeihin ja muihin rahoittajiin luotonantajien välisissä sopimuksissa saa uutta painoa.

Eräs huomionarvoinen seikka varojenjakorajoitusten osalta on, että Direktiivi tai Asetus näyttävän teknisesti soveltuvan kahden vuoden ajan kaupasta vaikka kohdeyhtiö olisi esim. myyty tänä aikana. Tässä tilanteessa kannattanee ottaa kauppapöytäkirjaan mukaan asianmukaiset ostajapuolta sitovat kovenantit varmistamaan ettei varojenjakokieltoa rikota kyseisenä aikana.

⁵ Tämä käsite määritellään tarkemmin Asetuksessa.

⁶ Komission suositus 2003/361/EY (1) liitteen 2 artiklan 1 kohdassa. Eli yritykset, jotka työllistävät alle 250 henkeä ja joko omaavat alle MEUR 50 liikevaihdon tai MEUR 43 taseen.

Asianajotoimisto TRUST.

Näiltä osin uudet rajoitukset vaikuttavat yritys-
kaupan rakenteeseen ja tätä kautta osapuolten väli-
siin neuvotteluasemiin.

*Tässä muistiossa esitetyt kannanotot ovat
ainoastaan yleisluonteisia käsityksiä
rahastojen ja rahastonhoitajien sääntelyyn
liittyvistä kysymyksistä.*

*Käytännön tilanteet tulee aina arvioida
tapauskohtaisesti ja erillisen oikeudellisen
neuvonannon pohjalta.*

M.J.L.