



PARETO SECURITIES AS  
Postboks 1411 , Vika  
0115 OSLO

VÅR REFERANSE  
23/3092

DERES REFERANSE

DATO  
12.02.2024

## Tilsynsrapport

### 1. Innledning

Finanstilsynet har gjennomført et tematisyn i Pareto Securities AS (heretter omtalt som Foretaket) knyttet til plassering av unoterte aksjer og obligasjoner.

Det vises til Finanstilsynets forespørsel datert 25. januar 2023 angående undersøkelser og tematisyn knyttet til plassering av unoterte aksjer og obligasjoner, og den dokumentasjon Foretaket har levert basert på forespørselen. Finanstilsynet varslet i brev datert 6. mars 2023 tematisyn i Foretaket. Foretaket oversendte redegjørelser og dokumentasjon knyttet til tematisynet 15. mars, 9. mai og 16. oktober 2023.

Foretaket har tillatelse til å yte investeringstjenester som nevnt i verdipapirhandelloven (vphl.) § § 2-1 (1) nr. 1, 2, 3, 5, 6 og 7, samt tilknyttede tjenester som nevnt i vphl. § 2-6 (1) nr. 1, 2, 3, 4, 5 og 6. Som ett av flere forretningsområder har Foretaket en betydelig virksomhet innen prosjektfinansiering. Aksjer og obligasjoner i prosjektfinansieringsselskaper tilbys kun til profesjonelle kunder.

Foretaket mottok Finanstilsynets foreløpige tilsynsrapport i brev datert 5. desember 2023 (Rapporten). Foretaket ga sine kommentarer til Rapporten i brev datert 22. januar 2024.

## 2. Kundeklassifisering

### 2.1 Rettslig grunnlag

Verdipapirforetak skal klassifisere sine kunder som ikke-profesjonell, profesjonell, eller kvalifisert motpart, jf. vphl. §§ 10-6, 10-7 og 10-23. Det følger av vphl. § 10-7 (1) at en kunde regnes som ikke-profesjonell dersom kunden verken anses som profesjonell etter § 10-6 eller er omklassifisert til profesjonell etter § 10-8. Verdipapirforetak skal informere kunder som nevnt i § 10-6 (1) om at kunden anses for å være profesjonell og at den har adgang til å be om en annen klassifisering, samt hvilken betydning kategoriseringen har for graden av investorbeskyttelse, jf. vphl. § 10-6 (2).

Det er i vphl. § 10-6 (1) inntatt en liste over kunder som skal anses som profesjonelle kunder i relasjon til alle investeringstjenester, all investeringsvirksomhet og alle finansielle instrumenter. I henhold til nr. 1 skal foretak som har fått tillatelse til, eller er lovregulert for å utøve virksomhet på, finansmarkedene i EØS eller tredjestat og er å anse som, eller driver tilsvarende virksomhet som nærmere angitte foretak i bokstav a-i, anses som profesjonelle kunder. Etter nr. 2 vil store foretak

som oppfyller minst to av tre nærmere angitte krav til henholdsvis størrelse på regnskapsmessig balanse, årlig netto omsetning og egenkapital anses som profesjonelle kunder. Det følger videre av nr. 3 at nasjonale og regionale myndigheter skal anses som profesjonelle kunder. Det følger av nr. 4 at *"andre institusjonelle investorer som har som hovedvirksomhet å investere i finansielle instrumenter, herunder enheter som driver med verdipapirisering av eiendeler eller andre finansielle transaksjoner"* skal anses som profesjonelle kunder.

Vphl. § 10-6 (1) nr. 4 oppstiller to vilkår som begge må være oppfylt for at en kunde kan anses som profesjonell etter dette klassifiseringsalternativet; i) det må være tale om en *"institusjonell investor"* og ii) hvis *"hovedvirksomhet"* er å investere i finansielle instrumenter. Ut over dette gir ordlyden og lovens forarbeider lite veiledning om det nærmere innholdet i bestemmelsen. Vphl. § 10-6 gjennomfører vedlegg II (nr. 1) til direktiv (EU) 2014/65 (MiFID II), men heller ikke direktivbestemmelsene eller fortalen gir ytterligere veiledning om det nærmere innholdet i bestemmelsen. Verdipapirhandelloven § 10-6 (1) nr. 4 viderefører den tidligere verdipapirforskriften § 10-2 bokstav c, og det var ved gjennomføringen av MiFID II ikke tiltenkt å gjøre større endringer i rettsstilstanden på dette punktet ut over å flytte bestemmelsen til verdipapirhandelloven. Kilder som belyser innholdet i den tidligere bestemmelsen i verdipapirforskriften, er dermed også relevante ved fastleggelsen av rekkevidden til vphl. § 10-6 (1) nr. 4.

Ved brev datert 30.10.2008 redegjorde Finansdepartementet for deres forståelse av innholdet i dagjeldende verdipapirforskrift § 10-2 bokstav c (jf. ovenfor). Finansdepartementet fremholder at det ligger noe kvalitativt mer i begrepet *"institusjonell investor"* enn at investeringsvirksomheten er formalisert gjennom selskapsdannelse uten personlig ansvarlig for deltakerne. Finansdepartementet legger også grunn at *"institusjonell investor"* er en juridisk person, eksempelvis aksje- eller allmennaksjeselskaper og stiftelser. Videre er det etter Finansdepartementets oppfatning *"avgjørende elementer for å falle inn under dette alternativet, hvorvidt investoren ved sitt vedtektsfestede formål, sin løpende virksomhet, historikk, erfaring, kunnskap og ekspertise, åpenbart fremstår for omverdenen som en profesjonell kunde, uten at de kvantitative krav etter § 10-2 bokstav b (någjeldende vphl. § 10-6 (1) nr. 2) er oppfylt"*. Det er dermed etter Finansdepartementets syn åpent for *"en viss grad av skjønn, men likevel slik at bestemmelsens rekkevidde utover verdipapirforskriften § 10-2 bokstav b er begrenset."*

En ytterligere presisering av hvilke kunder som kan falle inn under alternativet i vphl. § 10-6 nr. 4 kan gjøres basert på de øvrige alternativene i bestemmelsen, slik at alternativet omfatter annen gruppe kunder enn de som allerede er omfattet av nr. 1-3. Videre vil det ha formodningen mot seg at en kunde kan klassifiseres i henhold til alternativet i nr. 4 dersom vilkårene for omklassifisering etter vphl. § 10-7, jf. § 10-8, ikke er oppfylt.

I tråd med Finansdepartementets uttalelser i ovennevnte brev, legger Finanstilsynet til grunn at klassifiseringsalternativet i vphl. § 10-6 (1) nr. 4 har et snevert anvendelsesområde, og at bruken må bero en konkret vurdering av den aktuelle kunden. Alternativet kan dermed ikke systematisk benyttes av verdipapirforetak for å omgå omklassifisering av kunder på de vilkår og fremgangsmåter som foreskrevet i vphl. §§ 10-7 og 10-8.

Etter vphl. § 10-7 (2) kan en ikke-profesjonell kunde be om å bli behandlet som profesjonell dersom to av tre kriterier angitt i bestemmelsen er oppfylt. Profesjonelle kunder har ikke krav på samme beskyttelse som ikke-profesjonelle. Det gjelder derfor særlige krav til prosedyren ved kunders avkall

på beskyttelse som ikke-profesjonell, jf. vphl. § 10-8. Etter § 10-8 (1) skal kunden ved anmodning som nevnt i § 10-7 (2) skriftlig meddele verdipapirforetaket at vedkommende ønsker å bli behandlet som profesjonell. Kunden skal også meddele om dette gjelder generelt, eller bare i relasjon til en bestemt investeringstjeneste, transaksjon eller produkt. Verdipapirforetaket skal gi kunden en tydelig skriftlig advarsel om den investorbeskyttelsen og de rettigheter kunden gir avkall på. Kunden skal i et annet dokument enn kundeavtalen erklære skriftlig at følgene av å gi avkall på denne investorbeskyttelsen er forstått. Verdipapirforetaket skal treffe alle rimelige tiltak for å sikre at en kunde som anmoder om å bli behandlet som profesjonell kunde, oppfyller kravene i § 10-7 (2) før det beslutter å imøtekomme anmodningen, jf. § 10-8 (2). Verdipapirforetak kan bare etterkomme anmodning som nevnt i § 10-7 (2) om foretaket med rimelig sikkerhet kan fastslå at kunden har den nødvendige erfaring, kunnskap og ekspertise til å fatte investeringsbeslutninger i relasjon til relevante investeringstjenester, finansielle instrumenter eller transaksjoner og forstå risikoen forbundet med disse, jf. § 10-8 (3).

Det følger av vphl. § 9-16 (1) nr. 1 at verdipapirforetak skal ha tilstrekkelige og betryggende retningslinjer, rutiner og kontrollmetoder som skal sikre at foretaket, dets ledere, ansatte og tilknyttede agenter etterlever sine forpliktelser etter lov og forskrifter. Det presiseres i vphl. § 10-6 (4) at verdipapirforetak skal ha skriftlige interne retningslinjer og rutiner for kategorisering av kunder.

## 2.2 Foretakets praksis

Foretaket har redegjort for sin praksis med klassifisering av kunder etter vphl. § 10-6 (11) nr. 4. I forbindelse med innføring av MIFID II i 2018 gjorde Foretaket en samlet konvertering av ca. 450 prosjektfinansieringskunder fra ikke-profesjonell til profesjonell. Kundene som ble konvertert ble ansett som «andre institusjonelle investorer» i henhold til vphl § 10-6 (1) nr. 4 basert på kriteriene på minimum EUR 1 million i egenkapital og selskapets hovedformål var å investere i finansielle instrumenter.

I 2021 gjorde Foretaket en fornyet vurdering og besluttet å stramme inn kriteriene. Det ble besluttet at nye kunder hovedsakelig ikke skulle etableres under kriteriet for «andre institusjonelle». Foretaket gjorde også en gjennomgang av den eksisterende kundeporteføljen av profesjonelle investorer innen prosjektfinansiering. Foretaket har oversendt et skjema som i denne forbindelse ble utarbeidet for å dokumentere vurderingen av eksisterende profesjonell kunder.

Kriteriene som fremgår av dette skjemaet for revurdering er at kundens vedtektsfestede formål, historikk og/eller løpende virksomhet underbygger at hovedvirksomheten er investering i finansielle instrumenter, herunder at annen type virksomhet er underordnet investeringsvirksomheten, og at kunden har erfaring, kunnskap og ekspertise som gjør at kunden åpenbart fremstår som profesjonell. I den sammenheng er punktene nedenfor vurdert og det er etter det opplyste gjort en helhetlig vurdering av dette:

- A. Størrelsen på kundens midler under forvaltning. For å kunne anses som institusjonell må det som regel være tale om relativt betydelige midler – i størrelsesorden MNOK 30 og oppover.
- B. Kunden har foretatt gjentakende transaksjoner av betydelig størrelse innen relevante finansielle produkter, herunder prosjektfinansiering, eller direkteinvesteringer i eiendoms-/shippingmarkedet, de foregående 5 år.
- C. Vedkommende som vil ta investeringsbeslutninger på vegne av kunden har arbeidet innen finansiell sektor i minst ett år i en stilling som krever kunnskap om prosjektfinansiering eller

direkteinvesteringer i shipping og/eller eiendom. Dette er nærmere spesifisert i fem underliggende alternativer.

D. Øvrige forhold som tilsier at kunden har erfaring, kunnskap og ekspertise som gjør at kunden åpenbart fremstår som profesjonell.

Foretaket opplyste at kundeforholdet til de kunder som ikke oppfylte de strengere kriteriene er avsluttet i perioden fra 2021-2023 på grunn av inaktivitet/ingen gjenværende investeringer hos Foretaket. Foretakets oversikt viser at det fortsatt er 224 kunder klassifisert som profesjonell etter vphl. § 10-6 (1) nr. 4.

### **2.3 Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Rapporten**

Finanstilsynet presiserte at det, som beskrevet over, skal ligge en streng tolkning til grunn for klassifisering etter vphl. § 10-6 (1) nr. 4. Finanstilsynet ser at Foretaket har søkt å etablere et sett av vurderingskriterier for å konkretisere rekkevidden av denne bestemmelsen. Det var imidlertid Finanstilsynets foreløpige konklusjon at antallet kunder Foretaket, etter de beskrevne innstramningene og revurderingene, fortsatt har klassifisert etter denne bestemmelsen var for høyt, og at Foretakets tolkning av denne bestemmelsen var for vid.

Kvalitative vurderinger knyttet til kundens vedtektsfestede formål og faktiske virksomhet samt beslutningstagernes kunnskap og erfaring knyttet til de aktuelle finansielle instrumentene må være avgjørende. Det siste bør favne bredere enn ett års erfaring, slik Foretaket la opp til. Selv om det er ikke noe juridisk grunnlag i den gjeldende bestemmelsen for en kvantitativ grense, slik Foretaket har lagt opp til, så har ikke Finanstilsynet innvendinger mot at dette kan inngå i en samlet vurdering, så lenge det er de kvalitative vurderingene som er avgjørende.

Finanstilsynet ba Foretaket om å gjøre en fornyet kritisk vurdering av samtlige kunder klassifisert som profesjonelle etter vphl. § 10-6 (1) nr. 4, i tråd med Finanstilsynets veiledning i Rapporten, og oversende resultatet av vurderingene til Finanstilsynet. Finanstilsynet ba også om å få oversendt Foretakets justerte rutiner for kundeklassifisering, hvor Finanstilsynets veiledning er hensyntatt.

### **2.4 Foretakets kommentarer i Tilsvaret**

Foretaket viser til at, som Finanstilsynet skriver i Rapporten, gir ordlyden og lovens forarbeider lite veiledning om det nærmere innholdet i vphl. § 10-6 (1) nr. 4. Det er heller ikke mye veiledning å hente i teori og tilsynspraksis. Foretaket søkte i lys av dette å etablere et sett av vurderingskriterier for å konkretisere rekkevidden av bestemmelsen i dialog med juridiske rådgivere i 2021, hvor utgangspunktet var at det skulle ligge en streng tolkning til grunn for klassifisering etter vphl. § 10-6 (1) nr. 4.

Foretaket har i tråd med anmodningen fra Finanstilsynet i Rapporten gjort en fornyet kritisk vurdering av samtlige kunder klassifisert som profesjonell etter vphl. § 10-6 (1) nr. 4. Den fornyede vurderingen er gjort med basis i justerte rutiner for kundeklassifisering, hvor Finanstilsynets veiledning i Rapporten er hensyntatt. Resultatet av den fornyede vurderingen er en nedgang i antall kunder klassifisert etter denne bestemmelsen fra 224 til 160.

Foretaket viser også til justerte rutiner for kundeklassifisering og skjema for vurdering av profesjonell kunde etter vphl. § 10-6 (1) nr. 4, og bekrefter at samtlige kunder klarert for prosjektfinansiering som

nå er klassifisert som profesjonell etter vphl. § 10-6 (1) nr. 4, har vært gjenstand for revidert vurdering. Kunder som ikke har blitt ansett å oppfylle kriteriene for å kunne klassifiseres som profesjonell etter vphl. § 10-6 (1) nr. 4 og som ikke kan klassifiseres som profesjonell etter andre kriterier, har blitt nedklassifisert til ikke-profesjonell kunde. Foretaket har informert disse kundene om nedklassifiseringen og bakgrunnen for dette i egen e-post.

## **2.5 Finanstilsynets konklusjoner**

Finanstilsynet tar Foretakets gjennomgang og reklassifisering av kunder og oversendte justerte rutiner til etterretning. Finanstilsynet vil imidlertid presisere at adgangen til å klassifisere kunder som profesjonelle etter vphl. § 10-6 (1) nr. 4 skal være snever. Finanstilsynets vurdering er at antall kunder Foretaket har klassifisert etter denne bestemmelsen fortsatt fremstår som høyt. Finanstilsynet forutsetter at Foretaket ved etablering av nye kunder kun benytter denne bestemmelsen i unntakstilfeller.

## **3. Taushetsplikt**

### **3.1 Rettslig grunnlag**

Det følger av vphl. § 10-5 (1) at ansatte, tillitsmenn og personer med bestemmende innflytelse i verdipapirforetak har taushetsplikt om det de under sin virksomhet får kjennskap til om andres forhold, med mindre annet er bestemt i lov eller forskrift gitt med hjemmel i lov.

Finanstilsynet har i rundskriv 3/2019 (kap. 3.1) lagt til grunn at taushetsplikten ikke er til hinder for at opplysninger utleveres etter samtykke fra vedkommende som har krav på taushet. Dette følger ikke direkte av verdipapirhandelloven, men Finanstilsynet legger til grunn at dette må innfortolkes i taushetspliktbestemmelsen, med henvisning til at dette følger av finansforetaksloven (se finansforetaksloven §§ 9-6 (2) og 16-2 (2)). Ved innhenting av slikt samtykke, må det opplyses om at kunden har et fritt valg, at kunden når som helst kan trekke samtykket og hvordan det i tilfelle skal gjøres. Det er ikke anledning til å innhente et generelt samtykke fra kunden til å utlevere kundeopplysninger, og det må spesifiseres hvilke opplysninger det gjelder, hva dette skal benyttes til og hvem opplysningene kan utleveres til. Finanstilsynet presiserer i samme rundskriv (kap. 3.1) at kundens samtykke skal gis skriftlig, og at dette kan gjøres via ulike tekniske løsninger forutsatt at dette kan dokumenteres og er etterprøvbart.

Verdipapirforetak skal ha tilstrekkelige og betryggende retningslinjer, rutiner og kontrollmetoder som skal sikre at foretaket, dets ledere, ansatte og tilknyttede agenter etterlever sine forpliktelser etter lov og forskrifter, jf. vphl. 9-16 (1) nr. 1.

### **3.2 Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Rapporten**

Finanstilsynet viste i Rapporten til at det i kommunikasjon med Foretaket har trukket frem et tilfelle hvor Foretakets ansatte ga opplysninger til en kunde om en annen kundes tegningsinteresse i en plassering, og stilt spørsmål om Foretakets praksis og rutiner for dette.

Finanstilsynet beskrev videre at Foretaket viste til sine rutiner for taushetsplikt og bemerket at det i plasseringer knyttet til prosjektfinansiering ikke er uvanlig at største tegner i prosjektet etter nærmere avtale gir Foretaket anledning til å opplyse andre potensielle investorer om tegningen deres. I den aktuelle plasseringen hadde den største tegneren i prosjektet etter det opplyste gitt Foretaket anledning

til å opplyse om dette. Foretaket har imidlertid først i ettertid innhentet skriftlig bekreftelse fra kunden på dette.

Det var Finanstilsynets foreløpige konklusjon at Foretaket i det ovennevnte tilfellet ikke hadde sørget for å dokumentere kundens samtykke til unntak fra taushetsplikten etter vphl. § 10-5 (1). Finanstilsynet ba om Foretakets justerte rutiner, hvor Finanstilsynets veiledning i Rapporten er hensyntatt.

### **3.4 Foretakets kommentarer i Tilsvaret**

Foretaket sier seg enig med Finanstilsynet i at de ansatte i det aktuelle tilfellet burde ha sørget for å dokumentere kundens samtykke til unntak fra taushetsplikten etter vphl § 10-5 (1) på det tidspunktet det ble gitt.

Foretaket har tatt en fornyet gjennomgang av rutiner for taushetsplikt, og presisert rutinene for ytterligere å sikre forståelse og bevissthet blant de ansatte knyttet til kundens samtykke til unntak fra taushetsplikten.

### **3.5 Finanstilsynets konklusjoner**

Det er Finanstilsynets konklusjon at Foretaket i det ovennevnte tilfellet ikke hadde sørget for å dokumentere kundens samtykke til unntak fra taushetsplikten etter vphl. § 10-5 (1). Finanstilsynet tar Foretakets justerte rutiner til etterretning.

For Finanstilsynet

Roy V. Halvorsen  
seksjonssjef

Leif Roar Johansen  
senior tilsynsrådgiver

*Dokumentet er godkjent elektronisk og har derfor ikke håndskrevne signaturer.*