



Pareto Securities AS  
Postboks 1411 Vika  
0115 OSLO

**VÅR REFERANSE**  
18/1627

**DERES REFERANSE**

**DATO**  
12.10.2020

## Pålegg om retting

Det vises til brev datert 20. mai 2020 der det ble varslet om at Finanstilsynet vurderte å pålegge Pareto Securities AS (Foretaket) å endre organiseringen slik at ingen deler av Foretakets virksomhet stilles til disposisjon for, ytes av eller overføres til et indre selskap. Det vises også til Foretakets kommentarer til varselet datert 19. juni 2020 fra Advokatfirmaet Thommessen AS, samt tidligere korrespondanse i sakens anledning (Finanstilsynets brev datert 29. januar 2020 og 11. april 2019, samt Foretakets brev datert 16. mars 2020, 1. juli 2019, 25. februar 2019 og 2. februar 2018.)

Finanstilsynet har vurdert Foretakets anførsler og er av den oppfatning at organisering gjennom det indre selskapet ved Selskapsavtalen av 1. januar 2018 (Selskapsavtalen) er i strid med kravene til organisering etter verdipapirhandelloven (vphl). Organiseringen etter Selskapsavtalen forutsetter at den konsesjonspliktige virksomheten stilles til disposisjon for det indre selskapet, og at det indre selskapet skal utøve virksomheten. Det indre selskapet har ikke tillatelse til å yte investeringstjenester overfor tredjepersoner eller til å drive investeringsvirksomhet på forretningsmessig basis, jf. vphl § 9-1 første ledd første punktum, og tilfredsstiller heller ikke kravene til å få slik tillatelse, jf. vphl § 9-9 første ledd.

## Sakens bakgrunn

Det indre selskapet ble opprettet ved Selskapsavtalen, og består av Foretaket som hovedmann og nærmere angitte stille deltakere.

Det følger av Selskapsavtalen at Det indre selskapets formål er å drive investeringstjenester, prosjektf finansiering, finansiell rådgivning, corporate financetjenester, samt annen virksomhet som har naturlig sammenheng med dette. Som ledd i opprettelsen av det indre selskapet skal Foretaket, uten å overføre eiendomsretten, stille hele sin norske virksomhet eksklusivt til disposisjon for det indre selskapet mot vederlag, herunder systemverdier i form av goodwill, ervervet know-how og andre nåværende og fremtidige immaterielle rettigheter knyttet til det indre selskapets virksomhet. Foretakets materielle driftsmidler lokalisert i Norge (eksklusive Foretakets aksjer i datterselskaper) skal overføres til det indre selskapet til markedspris.

De stille deltakerne skal på sin side bidra med et kapitalinnskudd og sin fulle og hele arbeidsinnsats. De stille deltakerne skal ikke lenger ha et ansettelsesforhold i aksjeselskapet, men opptre som oppdragstakere.

**Kort om rettslig grunnlag**

Etter vphl. § 9-1 første ledd første punktum kan investeringstjenester som ytes overfor tredjepersoner og investeringsvirksomhet som drives på forretningsmessig basis, bare utøves av verdipapirforetak som har tillatelse til dette fra Finanstilsynet, og av kredittinstitusjoner som har tillatelse til å yte slike tjenester og drive slik virksomhet etter finansforetaksloven.

Det følger videre av vphl. § 9-9 første ledd at tillatelse til å yte investeringstjenester eller til å drive investeringsvirksomhet bare kan gis til aksjeselskap eller allmennaksjeselskap.

Med indre selskap menes etter selskapsloven (sel.) § 1-2 første ledd bokstav c) et selskap som ikke opptrer som sådant overfor tredjemann. For at det skal foreligge et selskap etter selskapsloven må økonomisk virksomhet utøves for to eller flere deltakeres felles regning og risiko, der minst en av deltakerne har et ubegrenset, personlig ansvar for virksomhetens samlede forpliktelser, jf. sel. § 1-2 første ledd bokstav a) og § 1-1 første ledd. Stille deltaker i et selskap er deltaker der det er avtalt at deltakelsen ikke skal framtre utad og at deltakeren bare har begrenset ansvar med en fastsatt sum, jf. sel. § 1-2 første ledd bokstav c).

**Foretakets anførsler**

Foretaket mener at det er anledning til å organisere virksomheten i tråd med Selskapsavtalen. Foretaket anfører at avtalen ikke innebærer at det indre selskapet yter investeringstjenester overfor tredjepersoner eller driver investeringsvirksomhet på forretningsmessig basis, og viser til at rettigheter, forpliktelser og partsstilling tilregnes deltakerne, men ikke stille deltaker, jf. sel. § 2-1 annet ledd. Verken det indre selskapet eller de stille deltakerne regnes for å eie eiendeler eller drive virksomheten. Det at det selskapsrettslig regnes som et indre selskap, innebærer ikke at det indre selskapet yter konsesjonspliktige tjenester eller trenger konsesjon.

Foretaket anfører også at det foreligger fast og langvarig forvaltningspraksis for aksept av etablering av indre selskaper i verdipapirforetak, og at denne praksisen er av betydning for avgrensningen av konsesjonspliktens grenser. Det anføres at en endring av praksis burde vært gjort gjennom lovendring.

**Finanstilsynets vurderinger**

Finanstilsynet har vurdert Foretakets anførsler, men fastholder at organisering i tråd med Selskapsavtalen er i strid med forutsetningene for tillatelsen og verdipapirhandelovens krav.

Foretaket har med henvisning til sel. § 2-1 vist til at det indre selskapet ikke yter investeringstjenester overfor tredjepersoner, eller driver investeringsvirksomhet på forretningsmessig basis, ettersom rettigheter, forpliktelser og partsstilling tilregnes deltakere, men ikke stille deltaker. Foretaket utleder fra dette at ettersom kun Foretaket kan være part i avtaler og inneha konsesjoner, vil det kun være Foretaket som yter investeringstjenester overfor tredjepersoner eller driver investeringsvirksomhet på forretningsmessig basis i relasjon til verdipapirhandelloven § 9-1 første ledd.

Det indre selskapet etableres gjennom Selskapsavtalen. Etter Selskapsavtalen er den konsesjonspliktige virksomheten stilt til disposisjon for det indre selskapet. Det fremgår også at det indre selskapets formål blant annet er å drive investeringstjenester, og at formålet er i samsvar med vedtektsfestet formål i Foretaket, selv om det kun er hovedmannen som opptrer utad på vegne av

det indre selskapet. Det er samtidig denne virksomheten som danner grunnlaget for fordeling av over- eller underskudd for deltakerne.

Konsesjonspliktig virksomhet kan verken stilles til disposisjon for eller utøves av et indre selskap slik som Foretaket har inngått avtale om gjennom Selskapsavtalen. Det indre selskapet har ikke tillatelse til å yte investeringstjenester overfor tredjepersoner eller til å drive investeringsvirksomhet på forretningsmessig basis, og tilfredsstiller heller ikke kravene til å få slik tillatelse, jf. vphl § 9-1 første ledd første punktum og § 9-9 første ledd.

Organisering etter Selskapsavtalen vil derfor etter Finanstilsynets vurdering være i strid med forutsetningene for tildeling av konsesjon etter verdipapirhandelloven, og med kravene i vphl § 9-1 først ledd første punktum og § 9-9 første ledd.

Frem til 1. januar 2019 benyttet bestemmelsen i vphl § 9-1 første ledd formuleringen "investeringstjenester som ytes på forretningsmessig basis." Ordlyden stilte ikke krav om at tjenestene skulle ytes overfor tredjepersoner. Bakgrunnen for endringen er omhandlet i NOU 2017:1 avsnitt 2.2.1.3. Finanstilsynet kan ikke se at denne endringen er avgjørende. Finanstilsynets vurdering er med andre ord at organiseringen etter Selskapsavtalen legger opp til det ytes investeringstjenester overfor tredjepersoner i tråd med bestemmelsen.

Foretaket anfører subsidiært at det foreligger fast og langvarig forvaltningspraksis som har betydning for konsesjonspliktens grenser. Det vises til at bruken av indre selskaper har variert over tid, og Finanstilsynet og Finansdepartementet har vært kjent med og indirekte akseptert at det er inngått avtaler om etablering av indre selskaper knyttet til den konsesjonsbelagte virksomheten. Slik Finanstilsynet forstår det anføres det at det foreligger forvaltningspraksis som veier så tungt som rettskilde at Finanstilsynet ikke kan håndheve regelverket slik det ellers ville ha vært grunnlag for. Finanstilsynet er uenig i at lignende saker som har vært til behandling får en slik betydning.

Det foreligger kun et begrenset antall saker der Finanstilsynet har sett nærmere på selskapsavtalene, og vurdert om et indre selskap er etablert i samsvar med lovgivningen. De saker som det vises til som støtte for Foretakets syn er også av eldre dato, fra før 2004, med unntak av en sak vedrørende et forsikringsmeglingsforetak fra 2013. De eldste sakene anses ikke dekkende for behandlingen av senere saker.

Utover de saker det vises til, så foreligger det en sak fra 2008 hvor Finanstilsynet varslet et verdipapirforetak om pålegg om retting ved at det måtte innrette seg etter nærmere bestemte vilkår. Saken hadde sin bakgrunn i en rettsprosess vedrørende den skattemessige behandlingen av deltakernes godtgjørelser. Det aktuelle verdipapirforetaket hadde i en rettsprosess anført at virksomheten i sin helhet hadde vært drevet i det indre selskapet. Det ble forutsatt i varselet at den konsesjonspliktige virksomheten i sin helhet måtte ytes av verdipapirforetaket, og at organiseringen ikke måtte påvirke foretakets evne til å oppfylle kravene i verdipapirhandelloven med forskrifter. I etterkant av varselet ble det argumentert med at foretaket for det alt vesentligste hadde innrettet seg etter vilkårene.

I nye tillatelser til å yte investeringstjenester, i enkelte få saker der det ble opplyst at det var etablert indre selskaper, ble det etter dette stilt vilkår for å sikre forsvarlig organisering og overholdelse av verdipapirhandellovens krav. Det ble tatt forbehold om at det ikke var foretatt noen gjennomgang

av selskapsavtalene. Det var for øvrig Finanstilsynets inntrykk at indre selskaper i stor grad ble avvirket i etterkant av Høyesterettsdommene fra 2009/2010, og at det siden da ikke har vært særlig behov for å behandle spørsmål knyttet til eventuell etablering av indre selskap på verdipapirområdet. Finanstilsynet har med andre ord også tidligere lagt til grunn at det er grenser for hva som kan tillates ved etablering av indre selskaper.

De saker der Finanstilsynet har sett nærmere på innholdet i selskapsavtalene er få og av eldre dato. Sakene danner ikke grunnlag for å si at det foreligger en fast og langvarig praksis som anført av Foretaket. Sakene anses uansett ikke til hinder for at Finanstilsynet i dag kan vedta pålegg om retting, der det er inngått avtaler om indre selskap med det innholdet som følger av Foretakets avtale.

Det har en viss betydning for vurderingene at kravene til virksomheten, blant annet til transparens, styring og kontroll, er vesentlig skjerpet og betydelig mer detaljert enn tidligere. Å inngå avtaler om at konsesjonspliktig virksomhet skal stilles til disposisjon for eller overføres til et indre selskap skaper økt uklarhet knyttet til etterlevelsen av disse kravene. På flere områder vil organiseringen kunne komme i konflikt med gjeldende bestemmelser og skape uklare ansvarsforhold.

Organisering etter Selskapsavtalen vil kunne medføre uklarhet vedrørende styring og kontroll av den konsesjonspliktige virksomheten, herunder uklarhet om beslutningsprosesser for virksomheten. Det vises til at i et indre selskap vil selskapsmøtet være øverste myndighetsorgan. Etter gjeldende Selskapsavtale skal deltakermøtet ikke kunne instruere hovedmannens styre eller daglig leder om utførelse av virksomheten. Selskapsavtalen forutsetter samtidig at forhold av særskilt betydning for selskapet skal behandles på deltakermøtet, og avtalen begrenser ikke deltakermøtets myndighet til å kunne treffe beslutninger som vil kunne påvirke driften av den konsesjonspliktige virksomheten. Avtalen innebærer dermed uklarhet rundt Foretakets beslutningsprosesser.

Samtidig vil organiseringen kunne føre til en uthuling av kapitalkravene for verdipapirforetak. Kapitalkravet for verdipapirforetak er basert på omfanget av virksomheten. Per 30. juni 2020 var 64 av 81 verdipapirforetak (som ikke er kredittinstitusjoner) underlagt krav om å ha en ansvarlig kapital som minst tilsvarer en fjerdedel av foretakets faste kostnader i det foregående året. For kunnskapsbaserte virksomheter vil lønnskostnader normalt utgjøre en hoveddel av de faste kostnadene. Selskapsavtalen bygger på at deltakerne ikke lenger skal være ansatt i hovedmannen, men motta en "grunnarbeidsgodtgjørelse", i tillegg til kapitalavkastning og resultatavhengig godtgjørelse. Slik godtgjørelse anses ikke som "lønn og annen godtgjørelse for arbeid", men som andel av overskudd. Avhengig av antall deltakere som tas opp i det indre selskapet, vil foretakets kapitalkrav kunne bli betydelig lavere enn foretakets virksomhet skulle tilsi, i strid med forutsetningene for kravet til ansvarlig kapital.

Det vil også kunne oppstå uklarhet om og risiko for omgåelse av reglene om godtgjørelse. Reglene skal motvirke for høy risikotakning og bidra til å unngå interessekonflikter, og innebærer at det må være balanse mellom fast og variabel godtgjørelse. Etter Selskapsavtalen legges det opp til et tosporet system for godtgjørelse. Enkelte medarbeidere vil motta godtgjørelse i form av lønn fra hovedmannen, mens andre vil motta godtgjørelse i form av andel av overskudd.

Ovennevnte eksempler på utfordringer har ikke vært avgjørende for Finanstilsynets konklusjoner, men viser at organiseringen ikke kan anses å være i samsvar med tidligere stilte krav til etablering av indre selskap.

Finanstilsynets vurdering er etter dette at organiseringen etter Selskapsavtalen, hvor konsesjonspliktig virksomhet skal stilles til disposisjon for det indre selskapet mot vederlag, og investerings-tjenester ytes av det indre selskapet, innebærer en organisering i strid med forutsetningene for tillatelsen og i strid med vphl. § 9-1 første ledd første punktum, jf. § 9-9 første ledd.

Finanstilsynet vil avslutningsvis påpeke at den endrede ordlyden i utkast til revidert selskapsavtale, vedlagt Foretakets brev av 16. mars 2020, ikke anses å medføre noen realitetsendring. Den konsesjonspliktige virksomheten skal også etter utkastet til ny avtale stilles til disposisjon for det indre selskapet, og avtalen medfører ikke praktisk eller rettslig endring av deltakernes rettigheter og plikter, noe Foretaket også bekrefter. I likhet med gjeldende organisering etter Selskapsavtalen, vil den organisering det legges opp til i utkastet til revidert Selskapsavtale ikke kunne gjennomføres i samsvar med verdipapirhandelovens krav til tillatelse etter § 9-1 første ledd første punktum og organisasjonsform i § 9-9 første ledd.

#### **Pålegg om retting**

Det vedtas med dette følgende pålegg om retting med hjemmel i vphl. § 19-7 første ledd, jf. § 9-1 første ledd første punktum og § 9-9 første ledd:

Pareto Securities AS pålegges å endre organiseringen slik at ingen deler av Pareto Securities AS' konsesjonspliktige virksomhet, gjennom avtale om indre selskap stilles til disposisjon for, ytes av, eller overføres til et indre selskap.

Dette vedtaket kan påklages til Finansdepartementet innen tre uker etter at vedtaket er mottatt, jf. forvaltningsloven (fvl.) kap. VI. Klage sendes Finanstilsynet. Det gjøres oppmerksom på reglene i fvl. §§ 18 og 19 om partenes adgang til å gjøre seg kjent med sakens dokumenter.

For Finanstilsynet

Anne Merethe Bellamy  
direktør

Roy V. Halvorsen  
seksjonssjef

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

Kopi til:  
Advokatfirmaet Thommessen AS