

Advokatfirmaet Thommessen AS  
Postboks 1484 vika  
0116 OSLO

Deres ref

Vår ref  
20/6627 -

Dato  
20.06.2023

## **Vedtak i klagesak - Pålegg om endring av organisering - Carnegie AS, Clarksons Platou Securities AS, Pareto Securities AS og Pareto Alternative Investments AS**

### **1. INNLEDNING**

Finansdepartementet viser til brev 3. november 2020 fra Advokatfirmaet Thommessen AS på vegne av Carnegie AS, Clarksons Platou Securities AS, Pareto Securities AS og Pareto Alternative Investments AS (foretakene). I brevet fremsettes en samlet klage på Finanstilsynets fire vedtak 12. og 13. oktober 2020 der foretakene pålegges å endre organiseringen slik at ingen deler av den konsesjonspliktige virksomheten stilles til disposisjon for, ytes av eller overføres til et indre selskap.

Klagen er rettidig fremsatt. Finanstilsynet har vurdert klagerens anførsler, men fant ikke grunn til å oppheve eller endre vedtakene. Klagen ble oversendt til Finansdepartementet 24. november 2020. Finansdepartementet ga vedtakene utsatt iverksettelse 3. desember 2020.

### **2. SAKENS BAKGRUNN**

Foretakene er gitt tillatelse til å drive investeringsvirksomhet i medhold av verdipapirhandelloven § 9-1. I 2017–2018 inngikk foretakene avtaler om etablering av indre selskaper (selskapsavtalene), og informerte Finanstilsynet om dette. De fire indre selskapene består av det enkelte foretak som hovedmann og nærmere angitte stille deltakere. Foretakenes konsesjonspliktige virksomhet er overført eller stilt til disposisjon for de indre selskapene. Medarbeidere med nøkkelroller i foretakene har avsluttet arbeidsforholdene sine i foretakene, og blitt stille deltakere i de indre selskapene, hvor de ifølge selskapsavtalene skal fortsette med å delta i investeringsvirksomheten og bruke sin fulle arbeidstid til dette.

### **3. RETTSLIG GRUNNLAG**

Lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) § 9-1 første ledd første punktum lyder:

*«Investeringstjenester som ytes overfor tredjepersoner, og investeringsvirksomhet som drives på forretningsmessig basis, kan 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.»*

Verdipapirhandelloven § 9-9 første ledd lyder:

*«Tillatelse til å yte investeringstjenester eller drive investeringsvirksomhet kan gis til aksjeselskap eller allmennaksjeselskap.»*

Lov 20. juni 2014 nr. 28 om forvaltning av alternative investeringsfond (AIF-loven) § 2-2 første ledd lyder:

*«Forvaltning av alternative investeringsfond kan bare drives etter tillatelse fra Finanstilsynet.»*

AIF-loven § 2-4 første ledd lyder:

*«Tillatelse til ekstern forvalter kan bare gis til aksjeselskap eller allmennaksjeselskap med forretningskontor og hovedkontor i Norge.»*

Lov 21. juni 1985 nr. 83 om ansvarlige selskaper og kommandittselskaper (selskapsloven) § 1 første ledd lyder:

*«Loven gjelder når en økonomisk virksomhet utøves for to eller flere deltakeres felles regning og risiko, og minst en av deltakerne har et ubegrenset, personlig ansvar for virksomhetens samlede forpliktelser. Loven gjelder også hvor to eller flere deltakere har et ubegrenset ansvar for deler av forpliktelsene når disse deler til sammen utgjør virksomhetens samlede forpliktelser.»*

Etter selskapsloven § 1-2 første ledd bokstav c er et indre selskap et «selskap som ikke opptrer som sådant overfor tredjemann». En stille deltaker er en «deltaker i et selskap der det er avtalt at deltakelsen ikke skal framtre utad og at deltakeren bare har begrenset ansvar med en fastsatt sum», jf. § 1-2 første ledd bokstav d.

#### **4. FINANSTILSYNETS VEDTAK**

Finanstilsynet har i fire vedtak datert 12. og 13. oktober 2020 pålagt foretakene å endre organiseringen slik at ingen deler av foretakenes konsesjonspliktige virksomhet, gjennom avtale om indre selskap, stilles til disposisjon for, ytes av, eller overføres til et indre selskap.

Finanstilsynet viser i vedtakene til at de indre selskapene ikke har tillatelser til å yte investeringstjenester overfor tredjepersoner eller drive investeringsvirksomhet på forretningsmessig basis, jf. verdipapirhandelloven § 9-1 første ledd, eller til å forvalte alternative investeringsfond, jf. AIF-loven § 2-2 første ledd. De legger også til grunn at de indre selskapene ikke tilfredsstillt kravene til få slike tillatelser fordi tillatelser kun kan gis til selskap som er organisert som aksjeselskap, jf. verdipapirhandelloven § 9-9 første ledd og AIF-loven § 2-4 første ledd. Finanstilsynet slår videre fast at det ikke kan inngås selskapsavtaler som forutsetter at konsesjonspliktig virksomhet overføres eller stilles til disposisjon for de indre selskapene.

## **5. KLAGERNES ANFØRSLER**

Klagerne skriver at sakens kjerne er at «Finanstilsynet gjennom Vedtaket innfører et forbud mot å la sentrale medarbeidere delta i foretakenes konsesjonspliktige virksomhet som stille deltakere i indre selskaper». De anfører at vedtakene mangler rettslig grunnlag, og legger til rette for en urimelig og usaklig forskjellsbehandling.

Klagerne mener at Finanstilsynet legger til grunn at verdipapirhandelloven § 9-1 første ledd forutsetter at det ytes investeringstjenester «overfor tredjeperson», og at dette er et korrekt rettslig utgangspunkt. De mener imidlertid at de indre selskapene ikke yter investeringstjenester overfor tredjepersoner, og viser til at et indre selskap etter selskapsloven ikke kan opptre utad. De mener det er foretakene som yter investeringstjenester ovenfor tredjepersoner, og at Finanstilsynet derfor ikke har hjemmel til å pålegge retting.

Klagerne anfører videre at Finanstilsynet og Finansdepartementet siden tidlig på 1990-tallet har akseptert at det er etablert indre selskap i verdipapirforetak, og at vedtakene derfor strider mot langvarig forvaltningspraksis. De trekker blant annet frem et sitat fra en sak fra 2002. Etter klagerens syn underbygger fraværet av senere saker at rettstilstanden etter 2004 har vært ensartet og ikke omdiskutert. Videre mener klagerne at det ikke kan tillegges vekt at Finanstilsynet i en sak fra 2008 sendte ut varsel om pålegg om retting, fordi det i saken ikke ble vedtatt noe pålegg, og det indre selskapet ble avvirket av andre årsaker på et senere tidspunkt. Klagerne mener også at Finanstilsynet indirekte ga aksept av indre selskap som organiseringsform for et verdipapirforetak da de i 2010 ga konsesjon til et foretak hvor forholdet til indre selskap ble adressert spesifikt, uten at temaet ble problematisert. Klagerne mener de påklagde vedtakene medfører en klar endring av rettstilstanden, og at det burde skjedd etter en ordinær lovgivningsprosess fordi det ville sikret likebehandling av alle aktører, rettslig grunnlag, samt at korrekt faktum ble lagt til grunn.

Klagerne skriver at flere store verdipapirforetak er organisert med indre selskap, og at disse får en klar og direkte konkurransefordel. Det gjør at vedtakene medfører urimelig forskjellsbehandling, og derfor er ugyldige.

Klagerne er videre uenige i at bruk av indre selskap er utfordrende i forhold til gjeldende virksomhetsregler for verdipapirforetak. De skriver at dersom Finanstilsynet mener nye virksomhetskrav for verdipapirforetak er uforenlig med indre selskap, burde forholdet vært utredet nærmere og eventuelt regulert gjennom en lovendring.

## **6. FINANSTILSYNETS MERKNADER TIL KLAGEN**

Finanstilsynet fremholder at konsesjonspliktig virksomhet verken kan overføres til, stilles til disposisjon for eller utøves av et indre selskap, og at det indre selskapet ikke har tillatelse til å utøve konsesjonspliktig virksomhet eller tilfredsstiller kravene til å få slik tillatelse, jf. verdipapirhandelloven § 9-1 første ledd første punktum og § 9-9 første ledd og AIF-loven § 2-2 første ledd og § 2-4 første ledd.

Finanstilsynet understreker at saken ikke dreier seg om verdipapirforetak eller AIF-forvaltere generelt kan være hovedmann i et indre selskap, men om den konkrete organiseringen av foretakene, som avtalt i den enkelte selskapsavtale, er i samsvar med lovgivningen og forutsetningene for tillatelsene. Når det i selskapsavtalene avtales at den konsesjonspliktige virksomheten enten skal overdras eller stilles til disposisjon for det indre selskapet, har

Finanstilsynet etter en konkret vurdering kommet til at organiseringen er i strid med regelverket.

Finanstilsynet skriver at dersom det medfører riktighet at selskapsavtalene ikke beskriver de faktiske forhold når det står at konsesjonspliktig virksomhet enten skal overføres eller stilles til disposisjon for de indre selskapene, stiller de spørsmål ved om det utøves økonomisk virksomhet i de indre selskapene, jf. selskapsloven § 1-1 første ledd, jf. § 1-2 første ledd bokstav a.

Finanstilsynet fastholder at det ikke foreligger noen fast og langvarig praksis som innebærer at Finanstilsynets vedtak må anses ugyldige. Tilsynet kan ikke se at det foreligger uttalelser fra Finanstilsynet på verdipapirirområdet etter 2004 som støtter klagerens syn, og tilbakeviser at konsesjonen gitt i 2010 kan tolkes som en aksept for at konsesjonspliktig virksomhet kan stilles til disposisjon for eller utøves av et indre selskap.

Videre skriver Finanstilsynet at klagerens anførsel om at vedtakene er ugyldige som følge av faktafeil og urimelig forskjellsbehandling, åpenbart ikke kan føre frem. At det er andre foretak som heller ikke etterlever regelverket, er ikke til hinder for at Finanstilsynet kan håndheve overtredelser der det avdekkes brudd.

## **7. FINANSDEPARTEMENTETS VURDERING**

Klagerne har gjort gjeldende at det ikke foreligger rettslig grunnlag for å oppstille et forbud mot å la sentrale medarbeidere delta i foretakenes konsesjonspliktige virksomhet som stille deltakere i indre selskaper. Klagerne fremholder at verdipapirhandelloven § 9-1 første ledd forutsetter at det ytes investeringstjenester «overfor tredjeperson».

Etter verdipapirhandelloven § 9-1 første ledd første punktum kan «[i]nvesteringstjenester som ytes overfor tredjepersoner, og investeringsvirksomhet som drives på forretningsmessig basis» bare utøves av verdipapirforetak som har tillatelse til dette fra Finanstilsynet. I verdipapirhandelloven § 2-7 første ledd er verdipapirforetak definert som (vår understrekning) «foretak som yter en eller flere investeringstjenester overfor tredjepersoner eller driver investeringsvirksomhet på forretningsmessig basis». I Prop.77 L (2017–2018) Endringer i verdipapirhandelloven og oppheving av børsloven mv. (MiFID II og MiFIR) punkt 5.1.2.1 side 29 og NOU 2017: 1 Markeder for finansielle instrumenter Gjennomføring av MiFID II og MiFIR punkt 2.2.1 side 23 fremkommer det også klart at vilkårene er alternative, det vil si at både de som yter investeringstjenester overfor tredjepersoner, og de som driver investeringsvirksomhet på forretningsmessig basis, må ha tillatelse fra Finanstilsynet. Det er altså ikke tvilsomt at foretak som driver med investeringsvirksomhet på forretningsmessig basis, er omfattet av bestemmelsen, selv om de ikke yter investeringstjenester «overfor tredjeperson».

De stille deltakerne har ikke lenger et ansettelsesforhold i foretakene, men skal utelukkende jobbe for de indre selskapene. Investeringsvirksomheten de utøver, utøves altså i de indre selskapene. Når de stille deltakerne deltar i investeringsvirksomhet, utøver de indre selskapene investeringsvirksomheten basert på lønnsomhet, og altså på forretningsmessig basis. Det er da ikke nødvendig å vurdere hvorvidt de indre selskapene yter investeringstjenester overfor tredjepersoner. De indre selskapene må i alle tilfelle ha tillatelse fra Finanstilsynet, jf. verdipapirhandelloven § 9-1. Tilsvarende gjelder for de indre selskapene som driver forvaltning av alternative investeringsfond, jf. AIF-loven § 2-2.

Klagerne fremholder at Finanstilsynets pålegg om endring strider mot langvarig forvaltningspraksis, og at dersom Finanstilsynet mener nye virksomhetskrav for verdipapirforetak er uforenlig med indre selskap, burde forholdet vært utredet nærmere og eventuelt regulert gjennom en lovendring.

Etter lov 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel § 7-2 første ledd kunne tillatelse til å yte investeringstjenester gis til kredittinstitusjon eller allmennaksjeselskap. Da loven ble avløst av lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel, ble det også åpnet for at aksjeselskap kunne yte investeringsvirksomhet, jf. daværende § 9-8 første ledd. Departementet uttalte, jf. Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) punkt 6.1.3 side 74:

«Utvalget har vurdert om det skal åpnes for at andre enn kredittinstitusjoner og allmennaksjeselskaper kan gis tillatelse til å yte investeringstjenester. Det er enighet om at det bør åpnes for at tillatelse også kan gis til aksjeselskap. Utvalget har blant annet lagt vekt på at MiFID utvider konsesjonsplikten til blant annet å gjelde investeringsrådgivning, noe som kan medføre et større behov for at også aksjeselskaper omfattes. Utvalget har videre lagt vekt på at både aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper er underlagt en effektiv og velprøvd regulering i norsk rett. Allmennaksjeloven har riktignok andre bestemmelser om selskapsorganer og et høyere krav til aksjekapital, men dette vurderes ikke som avgjørende sett hen til den øvrige regulering som et aksjeselskap, i kraft av å være verdipapirforetak under tilsyn, vil bli underlagt etter verdipapirhandelloven mv.» [...]

Utvalget har for øvrig vurdert om andre selskapsformer, eventuelt fysiske personer, bør omfattes. Utvalget har imidlertid ikke funnet tilstrekkelige grunner for å tillate etablering som annet enn aksje- eller allmennaksjeselskap, hensett til den reguleringsutfordring som ligger i å omfatte personer og foretak som ikke er underlagt de samme organisatoriske krav som følger av aksjelovgivningen.»

Videre skriver departementet, jf. Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) punkt 6.1.5 side 77:

«Departementet slutter seg i utgangspunktet til utvalgets forslag om at investeringstjenestevirksomhet bare skal kunne drives i aksjeselskaper, allmennaksjeselskaper eller kredittinstitusjoner. Det vises til utvalgets begrunnelse som departementet slutter seg til. Departementet viser særlig til den trygghet det ligger i at slik virksomhet drives i foretaksformer hvor det er etablert betryggende organisasjonsstrukturer, herunder at det vil være et styre som har et overordnet ansvar for virksomheten. Etter departementets vurdering kan det imidlertid etter omstendighetene kunne være hensiktsmessig i unntakstilfeller å åpne for at også andre foretaksformer bør kunne tillates, jf. også høringsuttalelsene fra Energibedriftenes Landsforening, NAET, Advokatforeningen og Justisdepartementet om dette. Det foreslås derfor at det i forskrift kan åpnes opp for at investeringstjenester drives i andre foretaksformer. En slik forskrift vil blant annet kunne stille krav til organiseringen av virksomheten, som vil kunne avhjelpe eventuelle mangler i den aktuelle juridiske struktur (for eksempel ved å oppstille krav om styre, revisjonsplikt mv.). Det vises til lovforslaget § 9-8 tredje ledd.»

Nåværende § 9-9 første og tredje ledd er en videreføring av tidligere § 9-8 første og tredje ledd, jf. Prop. 77 L (2017–2018) Endringer i verdipapirhandelloven og oppheving av børsloven mv. (MiFID II og MiFIR) punkt 12.1 side 123.

Departementet mente altså før 2007-loven trådte i kraft at det utelukkende var kredittinstitusjoner og allmenaksjeselskaper som kunne få tillatelse til å yte investeringsvirksomhet. Så sent som i 2007 ble det utredet og eksplisitt tatt stilling til om andre selskapsformer, eventuelt fysiske personer, burde gis tillatelse til å drive investeringsvirksomhet. Både utvalget og departementet konkluderte med at det ikke var tilstrekkelige grunner for å tillate etablering som annet enn aksje- eller allmennaksjeselskap. Departementet ble imidlertid gitt myndighet til i forskrift å gjøre unntak fra kravet til foretaksform i første ledd, og til å fastsette nærmere regler om organisering av virksomheten, jf. daværende § 9-8 tredje ledd, dagens § 9-9 tredje ledd. Denne forskriftshjemmelen er ikke anvendt.

Forvaltningspraksis fra før 2007 er etter dette ikke relevant. Etter 2007 foreligger det kun ett vedtak som klagerne mener underbygger deres påstand om at det foreligger fast forvaltningspraksis som er i strid med de aktuelle vedtakene. Klagerne kan derfor klart ikke høres i at vedtaket er ugyldig fordi det er i strid med langvarig forvaltningspraksis.

Etter AIF-loven § 2-2 første ledd første punktum kan forvaltning av alternative investeringsfond bare drives etter tillatelse fra Finanstilsynet. Tillatelse til ekstern forvalter kan bare gis til aksjeselskap eller allmennaksjeselskap med forretningskontor og hovedkontor i Norge, jf. § 2-4 første ledd. I Prop.77 L (2013–2014) Lov om forvaltning av alternative investeringsfond punkt 6.1.2 side 31 siterer departementet arbeidsgruppen som skriver at det er naturlig å kreve at søker enten er organisert som et aksjeselskap eller et allmennaksjeselskap. Klagerne har ikke vist til vedtak som indikerer at det er gjort unntak fra dette kravet. Det er derfor også klart at tillatelse til ekstern forvalter bare kan gis til aksjeselskap eller allmennaksjeselskap.

Departementet kan ikke uttale seg om hvorvidt det finnes andre selskaper med tilsvarende organisering som driver investeringsvirksomhet. At Finanstilsynet ikke har avdekket andre selskaper som ikke etterlever regelverket, kan uansett klart ikke være til hinder for at Finanstilsynet gir pålegg om endring i de tilfellene tilsynet blir kjent med.

## **8. FINANSDEPARTEMENTETS VEDTAK**

Klagen tas ikke til følge, og Finanstilsynets fire vedtak 12. og 13. oktober 2020 stadfestes.

Dette vedtaket kan ikke påklages, jf. forvaltningsloven § 28 tredje ledd.

Med hilsen

Geir Åvitsland  
ekspedisjonssjef

Kari Stokke  
seniorrådgiver

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