

# Pareto Årsrapport 2014



# Innhold

Dette er Pareto-gruppen .....	4
Pareto-gruppen i 2014 .....	5
Markedet og økonomien i 2014 .....	6
Pareto Securities .....	12
Pareto Project Finance .....	14
Pareto Forvaltning .....	15
Pareto JGO Shipbrokers .....	16
Pareto Bassøe Shipbrokers .....	17
Pareto Wealth Management .....	18
Pareto Nordic Investments .....	19
Pareto Forsikringsmegling .....	20
Pareto Bank .....	21
Paretos historie .....	22
<b>Styrets beretning .....</b>	<b>23</b>
<b>Resultatregnskap .....</b>	<b>27</b>
<b>Balanse .....</b>	<b>28</b>
<b>Kontantstrømpstilling .....</b>	<b>30</b>
<b>Noter til regnskapet .....</b>	<b>31</b>
<b>Revisors beretning .....</b>	<b>38</b>

Investeringer i aksjer, fond og andre finansielle instrumenter samt prosjekter og enkeltaktiva innebærer alltid en usikkerhet om den fremtidige avkastningen. Hverken målsatt avkastning eller historisk avkastning er en pålitelig indikator for fremtidig avkastning. Avkastningen på investeringer beror på den generelle markedsutviklingen for verdipapirer, fysiske aktiva og valutaer, investeringens risikoprofil, tilhørende kostnader (herunder kostnader ved tegning, forvaltning og innløsning) og forvalters/ledelsens dyktighet samt endringer i skatteregler og andre rammebetingelser. Avkastningen kan bli negativ som følge av kurstap, verdifall og/eller underskudd. Avkastning for shippingprosjekter er angitt i prosjektets valuta, og avkastning i NOK varierer således med valutamarkedet. All informasjon om, og vurdering av, eksterne forhold i denne rapporten er basert på vårt beste skjønn og kilder vi anser som troverdige og pålitelige, men Pareto påtar seg intet ansvar for at opplysningene er korrekte.

# Dette er Pareto-gruppen

*Pareto er en ledende og uavhengig aktør i det nordiske markedet for finansielle tjenester. Selskapet har kontorer i Oslo, Stavanger, Bergen, Trondheim, Kristiansand, Stockholm, Malmø, Helsingfors, København, London, Aberdeen, Rio de Janeiro, Singapore, Perth, New York, Houston, Los Angeles og Calgary. Pareto ble stiftet på tampen av 1985 og har utviklet seg til å bli et konsern med et omfattende produktspekter. Gruppen har 642 ansatte og en egenkapital på rundt 5,8 milliarder kroner.*

## Virksomhetsområder

Gjennom sine datterselskaper tilbyr Pareto et bredt utvalg av tjenester innenfor megling av aksjer, obligasjoner og selskapsandeler, tilrettelegging av emisjoner i egen- og fremmedkapital samt direkte investeringer. Konsernet tilbyr også prosjektfinansiering, forretningsførsel, verdivurderinger, refinansiering, finansiell rådgivning, megling av næringseiendommer og forsikringsmegling, samt investeringsrådgivning, fondsforvaltning og formuesforvaltning. Gjennom skipsmegling er Pareto dessuten engasjert i befraktning og omsetning av tank- og bulkskip samt borerigger. I tillegg tilbyr Pareto tekniske managementtjenester innenfor shipping. Konsernet samarbeider på enkelte områder med Pareto Bank, der Pareto er største aksjonær.

## Mangfold og lokal tilstedeværelse

Bredden i Paretos produktspekter har gitt selskapet styrke til vekst og positiv utvikling. Dette har samtidig bidratt til at våre kunder har fått en balansert og mangfoldig portefølje, med god langsiktig avkastning. Paretos mangeårige tilstedeværelse i lokale markeder og selskaper har gitt oss erfaring og kompetanse, slik at vi er i stand til å behandle hver kunde individuelt og ivareta kundens interesser på best mulig vis.

Pareto prioriterer organisk vekst og intern kompetanseutvikling. Oppkjøp, fusjoner og samarbeid vurderes fortløpende med sikte på å komplettere og utvikle selskapet.

## Paretos mål og strategi

Pareto har som mål å være den foretrukne nordiske leverandør av finansielle tjenester, basert på god og detaljert kunnskap om samfunnsforhold, næringer og selskaper. Vi skal skape gode finansielle løsninger for næringslivet og bidra til høy avkastning for våre kunder. Paretos strategi er basert på fokus, detaljert kunnskap, erfaring og langsiktige kundeforhold.

Vi tror på kontinuerlig utvikling og forbedring. Vi har investert kunnskap og finansielle ressurser med et langsiktig perspektiv. Vi krever ansvarlighet, integritet og høy etisk standard av våre ansatte. Vi er uavhengige og ønsker å tenke nytt, kreativt og annerledes.

## Pareto-gruppen – hva vi gjør

Verdipapirmegling/ rådgivning	Skips-/ offshoremegling	Prosjektfinansiering/ investering	Forvaltning/ investeringsrådgivn.	Bank og forsikring
Pareto Securities	Pareto Offshore	Pareto Project Finance	Pareto Forvaltning	Pareto Bank
	Pareto JGO Shipbrokers AS			Pareto Forsikringsmegling
	Pareto Shipping		Pareto Nordic Investments	
	Pareto Dry Cargo			
	P. F. Bassøe	Pareto Business Management	Pareto Wealth Management	

# Pareto-gruppen i 2014

*Rammevilkårene for Pareto-gruppen ble svekket i løpet av 2014, med et kraftig fall i oljeprisen og signaler om utsettelse av en rekke investeringer i olje- og gassnæringen. For gruppen ble det likevel et godt år, med resultater på linje med året før.*

I desember 2014 ble det klart at Pareto Securities og Pareto Project Finance skulle slå seg sammen. Det ble også ført samtaler om fusjon mellom Pareto Forvaltning og Pareto Nordic Investments. Ved årets utløp var imidlertid gruppens struktur i all hovedsak den samme som ved forrige årsslutt. Året kan dermed oppsummeres som følger:

- Konsernets driftsinntekter utgjorde 2,5 milliarder kroner (2013: 2,5 milliarder). Driftsresultatet utgjorde 985 millioner kroner (989 millioner), og resultatet før skatt ble 1.165 millioner kroner (1.174 millioner). Årsresultatet endte på 895 millioner kroner (940 millioner). Gruppen har fremdeles helt ubetydelige tap på krav. Bemanningen økte til 642 ansatte. Bokført egenkapital ved årets utgang beløp seg til 5,8 milliarder kroner.
- Pareto Securities deltok i 56 egenkapitalplasseringer på i alt 42,2 milliarder kroner i 2014, en økning på vel 68 prosent. Det har vært fortsatt høy aktivitet i shipping, der selskapet var med på å reise 28 milliarder kroner. Videre var selskapet rådgiver for totalt elleve børsnoteringer i 2014, henholdsvis seks i Norge og fem i Sverige. Den sterke trenden for høyrenteobligasjonslån fortsatte inn i 2014, som ble ytterligere et rekordår, både i Norden og internasjonalt. Selskapet deltok i tilrettelegging av høyrenteobligasjonslån på mer enn 40 milliarder kroner for blant annet Aker, Klaveness, Ocean Yield og Prosafe. Som eneste tilrettelegger hentet Pareto Securities 725 millioner dollar til Oro Negro Drilling, den største transaksjonen i det nordiske høyrentemarkedet i 2014. Selskapet var også rådgiver i en rekke større M&A-transaksjoner (fusjoner og oppkjøp), herunder oppkjøp av børsnoterte Eltek og Sølvrans, salg av selskaper som Jaya Holdings, Mintra Trainingportal og Signal Bredbånd, samt fisjonen i Aker Solutions.
- Pareto Project Finance hadde et meget sterkt år, med driftsinntekter på nesten 400 millioner kroner og et resultat før skatt på 167 millioner. Selskapet var involvert i kjøp, syndikering og rådgivning av eiendomstransaksjoner med en samlet verdi på ca. 22 milliarder kroner, samt kjøp/salg og syndikering av shipping- og offshoreprosjekter for ca. seks milliarder kroner. Pareto Project Finance har startet internasjonaliseringen av sine produkter gjennom etableringer i Sverige, Singapore og Storbritannia.
- I Pareto Forvaltning vokste forvaltningskapitalen fra 41,5 til over 45 milliarder kroner. Veksten var raskest i selskapets globale aksjeportefølje, grunnet høy absolutt avkastning og fortsatt god nettotegning. Også den norske aksjeporteføljen endte fjoråret med en positiv avkastning, tross det markante fallet i oljeprisen som rammet mange norske selskaper. Dette kan delvis tilskrives at eksponeringen mot oljerelaterte selskaper var tatt noe ned i forhold til tidligere år. Selskapets portefølje av norske rentefond nådde i fjor 12,3 milliarder kroner. Det aller meste ligger i foretaksobligasjoner, hvilket gjør selskapet til en stor aktør i nordisk målestokk. I 2014 åpnet også Pareto Forvaltning kontor i Stockholm.
- Pareto JGO Shipbrokers opplevde sitt beste år så langt, med høy aktivitet og videre økning i resultatet. Selskapet overtok i 2014 det engelske meglerfirmaet Derrick Offshore. Den samlede meglervirksomheten blir en av de største i sitt marked.
- Pareto Bassøe Shipbrokers hadde et nytt blandet år, med utfordrende fraktmarkeder. Pareto Dry Cargo (tørrbulk) oppnådde likevel et godt resultat.
- Pareto Wealth Management kunne notere videre vekst i forvaltningskapitalen, med positive bidrag fra både avkastning på kundemidler og nettosalg. Etter ytterligere spissing av konseptet og fullført omlegging av IT-systemer har selskapet en god underliggende inntjening.
- I Pareto Bank økte forvaltningskapitalen fra under 8,9 til vel 11,3 milliarder kroner. Resultat etter skatt økte fra 110 til 154 millioner kroner, mens kapitaldekningen steg til 15,9 prosent. I løpet av året ble aksjen tatt opp til notering på NOTC-listen til Verdi-papirforetakenes forbund.
- I sitt fjerde hele driftsår som del av Pareto-gruppen fikk Pareto Forsikringsmegling et resultat på samme gode nivå som året før, tross vedvarende sterk priskonkurranse.
- Pareto Nordic Investments fulgte mønsteret fra året før: Gjennomgående høy fondsavkastning resulterte i høyere forvaltningskapital og avkastningsbasert suksesshonorar.

# Markedet og økonomien i 2014

*Det er sannsynligvis riktig at 2014 ble et vendepunkt til det verre for norsk økonomi. Men det er også riktig at det bare bød på en forsiktig nedjustering av optimismen. Spørsmålet er hvordan begge deler kan være korrekt.*

Med norske øyne ble 2014 et begivenhetsrikt år. Oljeprisen ble nesten halvert. Lakseeksporten møtte russisk bråstopp, som gjengjeldelse for vestlige sanksjoner. Den norske kronen falt så mye at man ved årsslutt måtte ut med 22 prosent mer for en amerikansk dollar – eller nesten 34 prosent mer om vi også regner inn fallet året før.

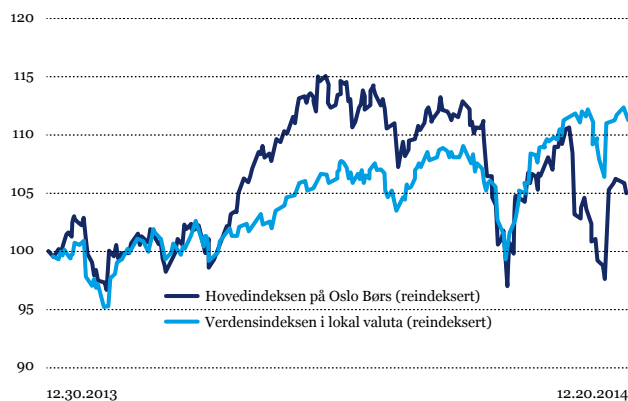
På rentesiden var det ikke mindre spennende. Den svenske riksbanken kuttet styringsrenten til null prosent. Den europeiske sentralbanken reduserte sin innskuddsrente til minus 0,2 prosent. Og tyske statsobligasjoner, tradisjonelt regnet som en trygg havn, belønnet sine forsiktige investorer med en avkastning på omtrent 14 prosent – i euro. For investorer med basis i norske kroner ville gevinsten ha blitt rundt 23 prosent.

I den makroøkonomiske oppsummeringen ser det mindre dramatisk ut: Globalt BNP vokste reelt med 3,3 prosent, på linje med de to foregående årene. Vår hjemlige BNP-vekst krøp opp i henholdsvis 2,2 prosent totalt og 2,3 prosent for fastlandsøkonomien.

Aksjemarkedets sammenfatning, en kompleks meningsmåling der et utall aktører tilkjennegir sitt syn med kapital de eier eller råder over, var tilsvarende sindig. Både globalt og i Norge fikk den gjennomsnittlige aksjinvestoren en avkastning i størrelsesorden fem prosent. Prisingen i aksjemarkedet er ikke vesentlig endret det siste året.

Det betyr på ingen måte at spenningen har fortatt seg.

## Veien til et gjennomsnittlig børsår



Kilde: Oslo Børs, MSCI

## Norsk sårbarhet

Fallet i oljeprisen handler ikke primært om oljens plass i verdensøkonomien. Det handler om prisfølsomhet. I tredje kvartal 2014 var etterspørselen etter olje godt og vel 0,5 prosent høyere enn i tredje kvartal året før, og i fjerde kvartal hadde veksten økt til 0,9 prosent. Problemet var at tilbudet av olje hadde økt med 2,3 og 2,9 prosent i de samme tidsrommene.

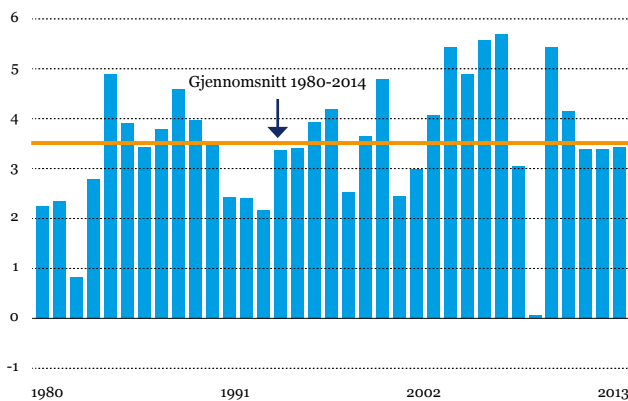
På kort sikt er det sjelden noe skarpt samsvar mellom tilbud og etterspørsel i oljemarkedet. Men her spilte også forventningene en viktig rolle. På begge punkter hadde nemlig markedet tatt feil. Både Europa og Kina etterspurte mindre olje enn ventet, og høyere produksjon i USA gav sterkere tilbudsvekst enn markedet hadde lagt til grunn. I juni, rett før oljeprisen begynte å stupe, ble det produsert nesten 20 prosent mer amerikansk olje enn samme måned året før. Da så mange at revolusjonen i skiferolje var enda mer omfattende enn tidligere antatt.

Når så OPEC unnlot å kutte produksjonen, var det lite som kunne bringe oljeprisen opp på de siste års nivåer.

I løpet av forholdsvis få måneder fikk dermed norsk økonomi en markant endring i sine rammebetingelser.

Valutamarkedet reagerte momentant. Bare i siste kvartal steg konkurransekursindeksen (kronen svekket seg) med 9,5 prosent, og ved årsslutt var norske kroner betydelig mindre verdt overfor sentrale valutaer som dollar og euro. Hva betyr dette for norsk økonomi?

## Global vekst nesten uendret



Prosentvis vekst i globalt BNP. Kilde: IMF

## Priser, marginer og modeller

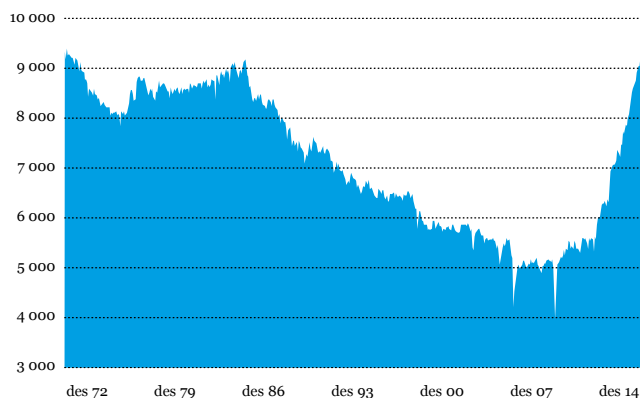
Der utstedes ingen premie for å konstatere at oljerelaterte næringer vil tape på dette, mens andre konkurranseutsatte næringer vil dra en viss fordel av den stimulans som verdensøkonomien får. The Economist skriver at et prisfall på 40 dollar fatet vil gi en typisk amerikansk bilist omtrent 800 dollar mer å rutte med i året.

For Norge vil likevel den første effekten overskygge den andre. Veksten vil falle. Ifølge Statistisk sentralbyrå vil den store knekken komme allerede i 2015. I deres anslag blir fastlandsveksten godt og vel halvert i 2015, til 1,1 prosent, før den dobler seg igjen til 2,2 prosent i 2016 og 2,4 prosent i 2017.

Det er riktig at både markedet og politikken vil bidra til å lette omstillingen. Ikke minst kronesvekkelsen er kjærkommen for konkurranseutsatte næringer. Likeledes er det riktig at store utbygginger på norsk sokkel vil bidra til å opprettholde en god del aktivitet de nærmeste årene.

Men vi er ikke overbevist om at den underliggende modellen i tilstrekkelig monn reflekterer effekten av endrede prisforutsetninger. Høye priser og gode marginer hos en rekke underleverandører har vært en viktig kanal for å spre impulsene fra oljesektoren til fastlandsøkonomien. Lønnsnivået har holdt seg mye høyere i olje- og gassutvinning enn i alle andre sektorer, men her er ingen tette skott. Mang en leverandør har levd godt på denne næringen, med solide resultater og innholdsrike lønningsposer.

## Tilbake på gamle høyder

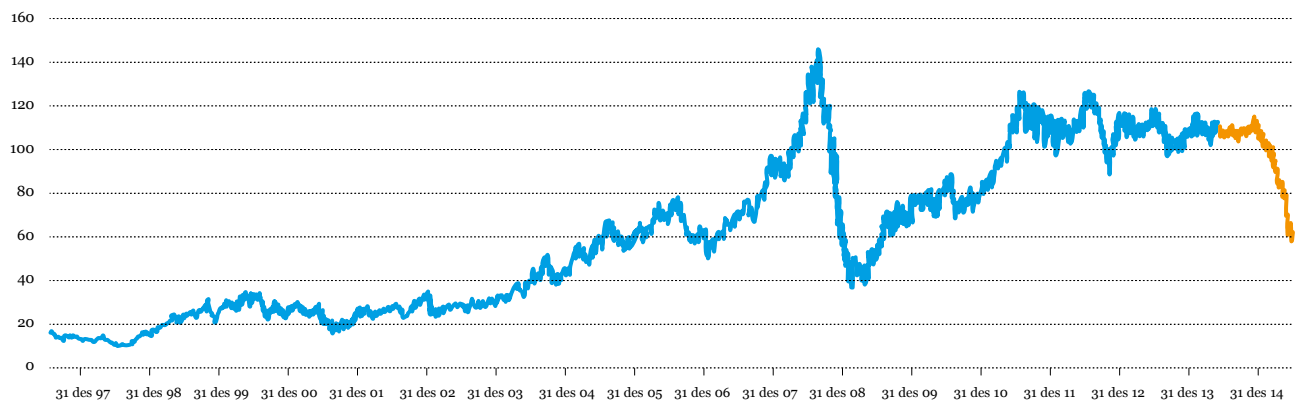


Amerikansk oljeproduksjon i tusen fat pr. dag.  
Kilde: US Energy Information Administration

Disse leverandørene utgjør ingen klart definert bransje, hverken i regnskapsstatistikken eller i lønnsstatistikken, slik at spredningen av impulser fra oljesektoren ikke er så lett å avlese. En rent statistisk definisjon er da også en umulig oppgave. For hva er egentlig en oljerelatert bedrift?

Pareto-gruppen er selv et interessant eksempel. Gruppen henter en betydelig del av sine inntekter fra virksomhet som direkte eller indirekte er relatert til oljeutvinning både hjemme og ute. Når det er livlig aktivitet og god inntjening i denne type selskaper, blir det

## En brå vending



Oljeprisen (Brent Blend i US dollar pr. fat); 2014 i orange. Kilde: Pareto Securities

mer å gjøre og høyere inntekter for Pareto og selskapets ansatte – med de ringvirkninger dette gir. Men du finner ikke Pareto i noen oversikt over petroleumsrelaterte næringer.

### Ringvirkninger og svinesyklus

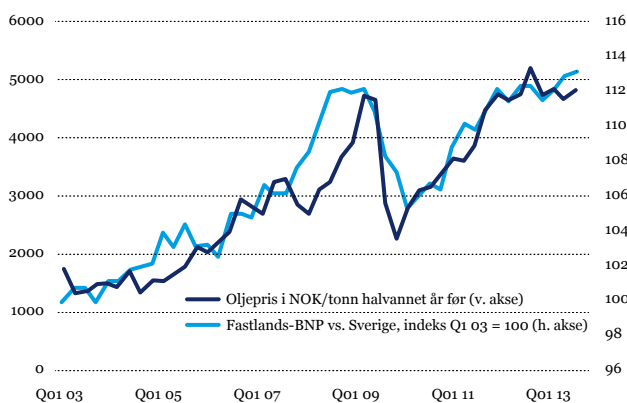
I 2014 var det lite som tydet på noen videre konjunkturoppgang for petroleumsrelaterte næringer. Allerede ved inngangen til året var det et betydelig press for kostnadskutt og lavere priser, og med oljeprisfallet er dette blitt akutt. Nå er impulsene fra oljevirkningskraften av den skrinne sorten.

Aksjemarkedet demonstrerte effekten til fulle: Fra toppen i slutten av juni 2014 falt energiindeksen på Oslo Børs med mer enn en tredjedel. Og offshorenæringen slapp slett ikke billigere unna enn de få oljeselskapene på listen.

Mer spennende er likevel de langsiktige ringvirkningene. I årsrapporten for to år siden presenterte Pareto en analyse av oljesektorens ringvirkninger for fastlandsøkonomien. Vi viste da hvordan forskjeller i veksttakt mellom svensk økonomi og norsk fastlandsøkonomi var tydelig forbundet med endringer i oljeprisen seks kvartaler tidligere. Oppdaterte beregninger (se graf) viser at sammenhengene bare er blitt enda tettere.

Med et slikt forløp vil den sterkeste effekten først komme mot slutten av dette året og starten på neste år. Så får vi se om lave oljeinvesteringer – kanskje for lave – bidrar til en ny boom for oljeservicebedriftene. Svinesykler er ikke forbeholdt landbruket.

### Oljefyring på fastlandet



Kilde: Pareto, SCB, SSB

Merk at oljeprisen i denne beregningen er målt i norske kroner. Svakere norsk krone bidrar slik sett til å dempe effekten. Hvor lenge kronkursen vil holde seg på slike nivåer, er en annen sak. Dels har vi ikke lenger den samme ”immunisering” av oljeinntektene, nå som mindre sluses ut i oljefondet, dels er fortsatt kronkursen følsom for renteforskjeller.

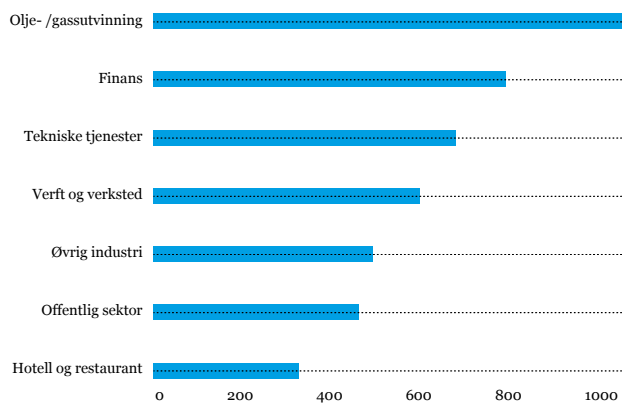
### Enda mer manipulerte renter

Både korte og lange renter falt i løpet av 2014. Pengemarkedsrenten (tre mnd. NIBOR) falt fra 1,69 % til 1,48 %, mens renten på tiårige norske statsobligasjoner ble redusert fra 3,04 % til 1,61 %. Utenfor våre grenser var forløpet enda mer dramatisk, med styringsrenter som flere steder var i ferd med å krype under null.

Denne litt pussige konstellasjonen er den logiske konsekvensen av en situasjon der myndighetene i de aller fleste utviklede land ikke har anledning til å stimulere sine økonomier gjennom finanspolitikken, og som derfor gjør det beste – eller meste – ut av de pengepolitiske verktøy de har til rådighet. Dette inkluderer en nyvinning, såkalt kvantitative lettelsener, der sentralbankene foretar storstilte kjøp av statsobligasjoner og lignende lån i annenhåndsmarkedet. Dermed faller rentenivået på disse lånene, typisk mer langsiktige papirer, mens selgerne tilføres likviditet og banksystemet får økte reserver i form av krav på sentralbankene. Om disse reservene brukes til å øke bankenes utlån, vil pengemengden øke.

Effekten er omdiskutert, ikke minst på lang sikt, og selv på kort

### Svært ulik lønnsevne



Lønn per årsverk etter næring i tusen kroner. 2014.  
Kilde: SSB / Norges Bank



sikt er det noen paradoksale bivirkninger. For eksempel er pensjonsbyrden blitt tyngre i en lang rekke selskaper med ytelsespensjon. Problemet rammer også brorparten av norske kommuner, som fra før sliter med tung pensjonsgjeld, samt for den saks skyld mange dypt forgjeldede stater.

Det skyldes imidlertid at den umiddelbare effekten på rentenivået er den ønskede: Rentenivået er presset ned, også i den lange enden. Dermed er det på tide å nyansere den gjengse oppfatningen av rentemarkedet. I grove trekk har det jo vært slik at myndighetene setter de korte rentene og markedet de lange rentene – som er en funksjon av prisen på obligasjoner. Så enkelt er det altså ikke. Ikke nå lenger.

Mange bekymrer seg for utfallet av dette storstilte eksperimentet, der vi ikke har historiske erfaringer å trekke på. En så massiv inn gripen i markedet kan ha konsekvenser vi ikke klarer å forutse.

Men to virkninger burde egentlig være svært så åpenbare.

### Stigende, usynlig renterisiko

Hvem skulle ha trodd at tyske statsobligasjoner ble en av de mest lønnsomme aktivaklassene i 2014? Med minimale kupongrenter og null usikkerhet om tilbakebetaling?

Faktum er at tiårige statsobligasjoner gav en total avkastning på over 14 prosent. Ikke dårlig for en type aktiva som normalt regnes som noe av det sikreste man kan investere i.

Men kan en investering være risikofri når den gir så høy avkastning? Naturligvis ikke.

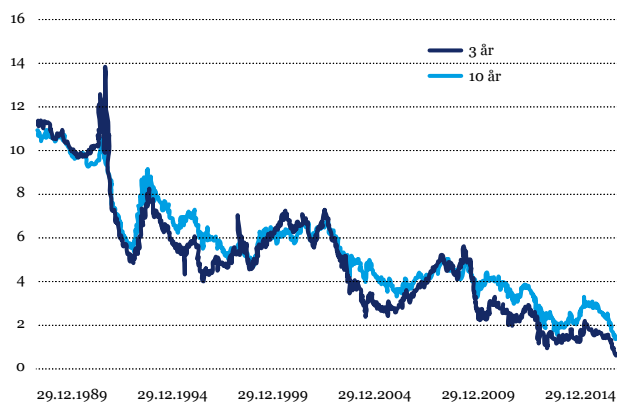
Renterisiko kan man ikke gardere seg mot i langsiktige statsobligasjoner. Den solide avkastningen skyldes i det alt vesentlige et fallende rentenivå; kursen steg med godt over 12 prosent. Sunn fornuft tilsier at disse papirene fort vekk kan falle med 12 prosent isteden, og her er det faglig dekning for den sunne fornuften – slik det ofte er. Skulle rentenivået stige isteden, er det dessverre grunn til å vente et tilsvarende kursfall.

Og ikke bare det. Saken er at renterisikoen har steget de siste årene. I 2007 kunne man for eksempel kjøpe tiårige tyske statsobligasjoner med en rentefølsomhet på omtrent åtte prosent. På litt enklere norsk betød dette at en renteøkning på ett prosentpoeng ville ha redusert verdien av obligasjonene med åtte prosent, eller mer presist 8,07 prosent.

I august 2010 var det tilsvarende forholdstallet oppe i 8,89, og rett etter utløpet av 2014 hadde det nesten nådd 9,76. Nå vil altså en tilsvarende renteøkning utløse et kursfall på nærmere 10 prosent. På samme måte har renterisikoen økt i hele vårt finansielle omland. Målt over en lengre periode, og for lengre løpetider, har økningen vært enda større.

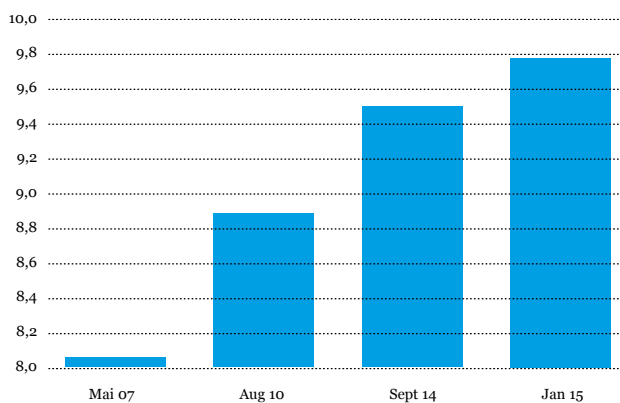
Også her får vi altså paradoksale bivirkninger av det offentliges inn gripen: Jo mer myndighetene forsøker å presse rentenivået ned, desto mer øker de renterisikoen.

### En eneste lang ... opptur?



Effektiv rente på norske statsobligasjoner i prosent, for to ulike løpetider.  
Kilde: Norges Bank

### Stigende renterisiko



Modifisert durasjon, tyske tiårige statsobligasjoner.  
Kilde: Pareto Securities

## Gjeldsmesterskap

En like påregnelig virkning av de lave rentene er at opplåningen øker. Forgjeldede stater får mindre behov for å dempe låneopptaket gjennom strammere budsjetter, og forbrukere verden over reagerer omtrent slik vi kan vente. Etter elleve måneder av fjoråret kunne avisen The Wall Street Journal rapportere at nesten fire av ti lån for biler, kredittkort og personlig forbruk i USA gikk til *subprime* kunder. Ordet tør vekke en viss gjenkjennelse for alle som har finanskrisen i friskt minne.

Her hjemme er det tydelige tegn til at boligkjøperne har benyttet lavere renter til å øke opplåningen uten å øke belastningen fra gjeldsbetjening. Sett over noen år har boligmarkedets "P/E", forholdet mellom boligpriser og leiepriser, økt betraktelig. Mange spenner rett og slett buen så høyt de kan, og når lavere renter gir litt slakkere streng, spenner de buen enda høyere. Også slik bygges risiko.

Kanskje myndighetene selv kommer til å utløse denne risikoen, gjennom den lenge varslede og ventede omleggingen av skattesystemet? Her kan forsiktighet komme til å virke mot sin hensikt: Jo lenger de nøler med omleggingen, desto større fallhøyde risikerer de å bygge opp.

## Fornuftig risiko?

En klassisk effekt av lavere renter er økt interesse for mer risikable aktiva, gjennom lavere alternativkostnad og lavere sats for diskontering av fremtidige kontantstrømmer. Slik burde det

## 2014 i et nøtteskall

• OSEBX	+5,0 %
• S&P 500 return	+13,7 %
• MSCI World net (USD)	+4,9 %
• 3 mnd NIBOR	fra 1,69 til 1,48%
• 10 år norsk stat	fra 3,04 til 1,61 %
• Aksjeomsetning Oslo Børs (verdi)	+32,4 %
• Brent Blend	fra USD 110,80 til USD 57,33
• USD/NOK	fra 6,08 til 7,43
• EUR/NOK	fra 8,38 til 9,04
• BNP-vekst globalt	3,3 %
• BNP-vekst Norge	2,2 %
• BNP-vekst Fastlands-Norge	2,3 %

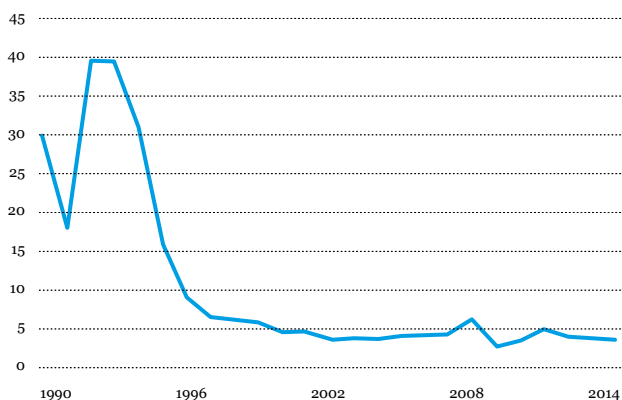
Kilder: Oslo Børs, S&P Dow Jones Indices, MSCI, Norges Bank, FactSet, IMF, SSB, Pareto.

stimulere til mer finansiell sparing, mer fornuftig risikotagning.

Aksjene i den kinesiske internettkjempen Alibaba er kanskje ikke det beste eksemplet på fornuftig risiko, men markedet tok i hvert fall vel imot den rekordstore børsnoteringen i september 2014. Da selskapets aksjer ble tatt opp til notering, nådde børsverdien nesten 230 milliarder dollar.

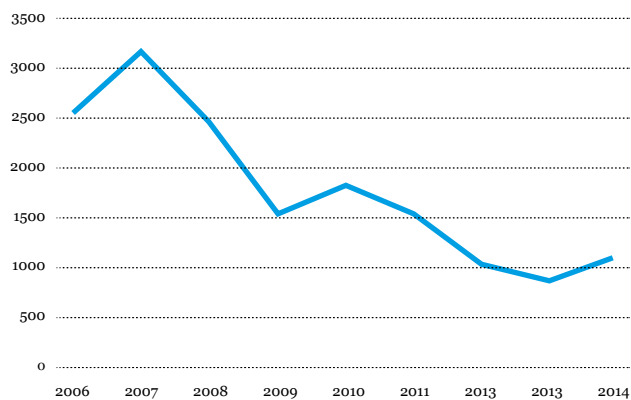
I det norske markedet kan følgende eksempel være en interessant illustrasjon: På elleve år har norske personkunder økt sin

## Det var en gang ...



Global inflasjon i prosent. Kilde IMF

## Fortsatt tørt



Total omsetning av aksjer, egenkapitalbevis og ETF på Oslo Børs i milliarder kroner. Kilde: Oslo Børs

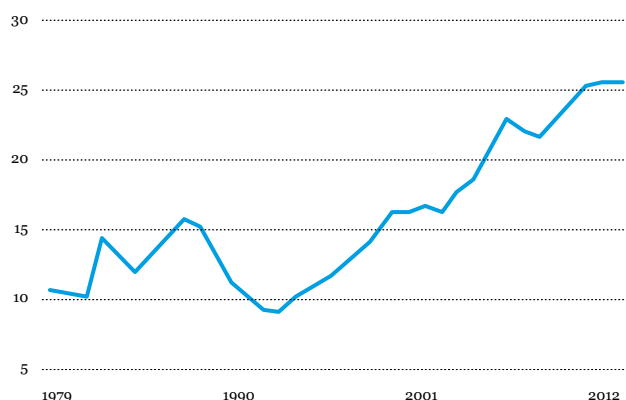
samlede aksjefondskapital med nærmere 100 milliarder kroner, inkludert pensjonsmidler med fondsvalg. Før du leser videre – hvordan ville du tro at denne økningen fordelte seg på henholdsvis avkastning og nettotegning?

Vel: Alt, absolutt alt og litt til, er avkastning. Den akkumulerte nettotegningen er negativ. Vi kan tilføye at norske husholdninger i samme periode har økt sin bruttogjeld med over 1.600 milliarder kroner. De har altså vist investeringsvilje så det holder. De har bare satt rubbel og bit i boliger, ikke i eierskap i næringslivet.

Fondsstatistikken for 2014 viser ingen tegn til trendvending. Netto ble det innløst norskregistrerte aksjefond for nesten 15 milliarder kroner, mens godt og vel 102 milliarder fant veien inn i rentefond. To måneder forbi årsskiftet kan imidlertid Verdipapirfondenes forening melde at nordmenns nettotegning i aksjefond og kombinasjonsfond er den høyeste siden 2006.

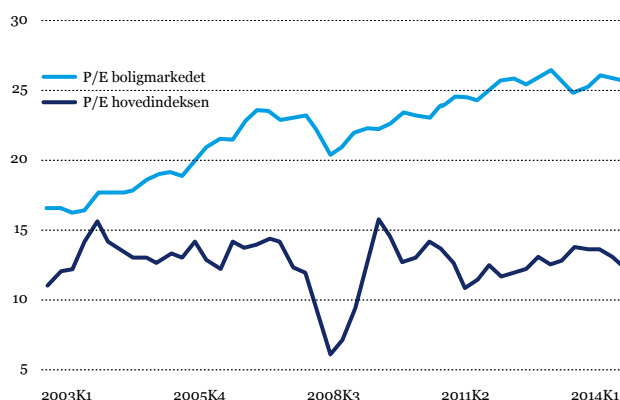
Så gjelder det bare at de viser sin langsiktighet hvis veien skulle bli mer humpete.

### Stadig høyere bolig-P/E



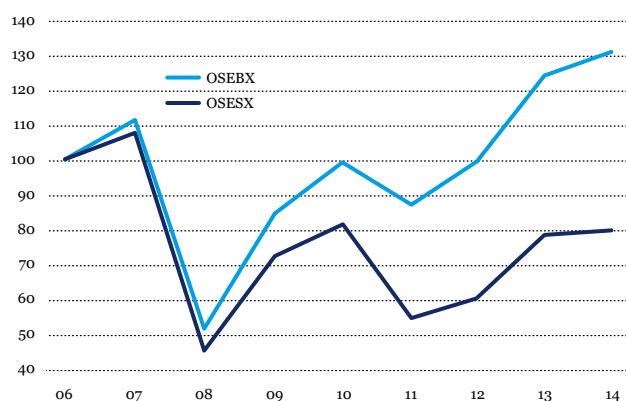
Kilde: Pareto, Norges Bank, SSB

### Dyrere boliger, billigere aksjer



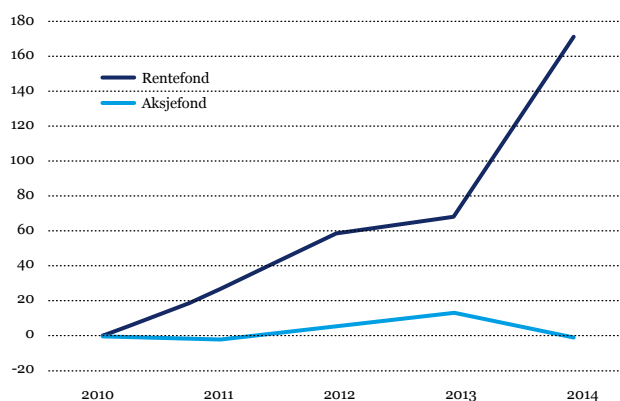
Kilde: Pareto, Norges Bank, SSB, FactSet

### A tale of two markets



Småaksjer har mistet enda mer terreng. Reindeksert, 2006 = 100.  
Kilde: Oslo Børs/Pareto

### To fondsmarkeder



Akkumulert nettotegning i milliarder kroner i det norske verdipapirfondsmarkedet.  
Kilde: VFF

# Pareto Securities AS

*Pareto Securities reiser egen- og fremmedkapital både for nordisk næringsliv og for internasjonale utstedere i shipping-, sjømat-, energi- og oljeservicenæringen; på disse områdene er selskapet blitt en global aktør. Virksomheten har de senere årene blitt stadig mer internasjonal.*

## Rådgivning og megling basert på inngående bransjekunnskap

Pareto Securities tilbyr rådgivning i forbindelse med kapitalinnhenting, børsnotering, oppkjøp og fusjoner (corporate finance) samt aksje-, obligasjons- og valutamegling. Gjennom et datterselskap tilbys også riggmegling.

Meglerbordet, corporate finance-avdelingen og analytikerne har inngående kjennskap til næringene og selskapene vi arbeider med. Våre analyser og råd er derfor alltid godt faglig fundamentert. Dette gir et betydelig konkurransefortrinn og bidrar til å sikre investorenes tillit.

## Videre internasjonal vekst

Pareto Securities' internasjonale vekst har fortsatt i 2014. I løpet av året er det etablert virksomhet i Australia (Perth), Canada (Calgary) og Skottland (Aberdeen). Det er dessuten etablert kontor i Los Angeles, USA. Mer enn 50 prosent av medarbeiderne arbeider nå utenfor Norges grenser.

Kombinasjonen av lokal tilstedeværelse og internasjonal investorkontakt danner grunnlaget for Pareto Securities' plasseringsevne i aksje- og obligasjonsmarkedet. Internasjonale kunder står for over halvparten av våre inntekter, noe som setter oss i stand til å gjennomføre mange store og kompliserte prosjekter. Selskapet opplever sterk vekst både i andelen inntekter fra internasjonale kunder og i antall internasjonale kunder.

## Aksje- og obligasjonsmegling

Vi tilbyr aksje- og obligasjonsmegling fra kontorer i Oslo, Kristiansand, Stavanger, Trondheim, Stockholm, Malmø, Helsingfors, København, London, Singapore og New York. Til sammen arbeider mer

enn 110 personer med megling på disse kontorene.

Vi kan tilby investorer en kombinasjon av:

- Løpende dialog med analytikere og meglere
- Investorbesøk fra analytikere
- Lokale arrangementer med selskapsledelse (roadshow og konferanser)

Vi tilbyr også en effektiv netthandelsløsning.

## Et «case»-basert analyseprodukt

Analysearbeidet er fundert på god og detaljert kunnskap og et langsiktig engagement. Dette sikrer at våre analyse- og meglerprodukter blir høyt verdsett av et stort internasjonalt investormiljø, både på egenkapital- og gjeldssiden.

Avdelingen for aksjeanalyse består av 19 analytikere i Norge, 10 i Sverige og fire i Storbritannia. Dyptgående forståelse av de næringer de analyserer er en viktig forutsetning for å betjene våre kunder på en god måte. Kunnskapen som opparbeides i analyseavdelingen er noe alle avdelingene i Pareto Securities drar nytte av.

Analysearbeidet er dreid mer i retning av «cases», mindre mot vedlikehold av analyser og løpende selskapsrapportering. Dette gjør analyseproduktet mer relevant for investorene.

Kredittanalyse består av fem analytikere i Norge og tre i Sverige. Disse følger de norske og svenske kredittmarkedene samt det internasjonale kredittmarkedet for oljeservice og energi og foretar kredittvurderinger av utstederselskaper.

Solide kredittvurderinger sikrer riktig prising av foretaksobligasjoner og

gir investorer et solid fundament for sine investeringsbeslutninger. Kredittanalytikerne samarbeider med aksjeanalytikerne, ettersom kredittanalyse er en integrert del av analyseproduktet. Førstehåndskunnskap om selskapenes muligheter for å reise fremmedkapital er en sentral forutsetning for å kunne forstå deres muligheter i egenkapitalmarkedet.

Analyseavdelingen fungerer også som en rekrutterings- og opplæringsinstans, der unge talenter får opplæring i selskapsanalyse og finans. Etter en periode med analysearbeid får medarbeiderne muligheten til å bytte til andre avdelinger i Norge eller i utlandet. Et godt analysefundament øker sannsynligheten for å lykkes i de ulike avdelingene, og vi har sett mange velfungerende overganger fra analyse til megling og corporate finance gjennom årene.

## Konferanser og roadshow

En viktig del av analysevirksomheten er seminarer og selskapsbesøk for våre investorer. Pareto Securities arrangerer hver høst et olje- og offshoreseminar i Oslo. Arrangementet har utviklet seg til et av Europas ledende investeringsfora for olje- og energirelaterte selskaper. I 2014 hadde seminaret 1 700 deltakere – i første rekke internasjonale investorer og representanter fra 130 presenterende selskaper. I tillegg arrangerte vi blant annet et kraftseminar i Oslo med over 400 deltakere, E & P-seminar i London med 170 deltakere og obligasjonsseminar i Stockholm med 330 deltakere. På jevnlig basis tar vi med selskaper for å møte våre kunder i Nord-Amerika, Asia og Europa. I tillegg reiser analytikerne jevnlig rundt for å diskutere nye investeringsmuligheter med våre kunder.

## Komplett tjenestetilbud innen selskapsrådgivning

Pareto Securities tilbyr rådgivning knyttet til innhenting av egen- og fremmedkapital, børsnoteringer, spredningssalg, fusjoner/fisjoner, verdsettelse og oppkjøp eller salg av virksomheter eller selskaper fra kontorer i Oslo, Stavanger, Stockholm, Helsingfors, København, London, Aberdeen, Paris, New York, Houston, Los Angeles, Rio de Janeiro, Perth og Singapore. I alt består avdelingen av mer enn 125 medarbeidere.

Vårt rådgivningsteam består av medarbeidere med bred erfaring fra industri, konsulentvirksomhet og kapitalmarkedet.

Innen fusjoner, oppkjøp og salg av virksomheter («M&A») tilbyr våre erfarne rådgivere tjenester innen verdsettelse, rådgivning og forhandlinger for både kjøper- og selgersiden. Det har vært betydelig etterspørsel etter disse tjenestene i 2014, med en rekke gjennomførte salg og oppkjøp. I tillegg samarbeider vi tett med Pareto Offshore, Pareto JGO Shipbrokers og Pareto Project Finance for også å kunne betjene selskaper i en tidlig utviklingsfase, og for å benytte gruppens kompetanse og nettverk.

## Andre tjenester

Valutavirksomhet er en integrert del av våre investeringstjenester. To personer arbeider med denne tjenesten. Avdelingen tilbyr også megling av frakt- og råvarederivater.

## Kredittgivning og egenhandel

Pareto Securities AS driver ikke med kredittgivning til kunder. Selskapet driver ikke med egenhandel i aksjer som ledd i egen kapitalforvaltning. Overskuddslikviditet plasseres i solide norske banker og i norske statsertifikater.

## Pareto Offshore AS

Datterselskapet Pareto Offshore er en ledende leverandør av megler- og rådgivningstjenester til den globale rigg- og borenæringen. Selskapets utfører også verdivurderinger og markedsoppdateringer. Selskapet har fem medarbeidere.

## Utvikling av staben

Antallet ansatte har i 2014 økt fra 336 ved årets begynnelse til 353 ved årets slutt. Av disse arbeider 51 prosent utenfor Norge – opp fra 44 prosent i fjor.

Pareto Securities rekrutterer i stor utstrekning unge talenter gjennom et eget rekrutteringsprogram rettet mot studenter på de beste utdanningsinstitusjonene. Hos oss møter nyutdannede medarbeidere en flat organisasjonsstruktur, gode insentivstrukturer og de får tidlig ansvar.

–

## Pareto Securities AS

Dronning Mauds gate 3

Postboks 1411 Vika

0115 Oslo

Tlf: 22 87 87 00

Omsetning 2014: NOK 1,5 mrd

Egenkapital 2014: NOK 572 millioner

Antall ansatte: 353

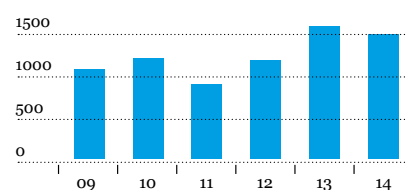
Adm. direktør: Ole Henrik Bjørge

ole.henrik.bjorge@paretosec.com

Styreleder: Morten Goller

[www.paretosec.no](http://www.paretosec.no)

Driftsinntekter NOK millioner



# Pareto Project Finance AS

*Pareto Project Finance (PPF) er Norges ledende selskap innen prosjektfinansiering og syndikering av realaktiva. PPF tilbyr prosjektfinansieringstjenester innen shipping, offshore og eiendom, samt M&A- og corporate finance-tjenester. I tillegg har PPF betydelig virksomhet innen kapitalinnhenting og forvaltning av investeringsselskaper, med en samlet porteføljeværdi på over 46 milliarder kroner. Selskapet har et omfattende klient- og investornettverk i inn- og utland. PPF har kontorer i Oslo, Stockholm og Singapore.*

## Shipping & Offshore

PPF har lang erfaring og kompetanse innen syndikering og forvaltning av investeringsprosjekter innen shipping og offshore. Vi forvalter pr. dag en portefølje på 74 skip/fartøyer. Vår ambisjon er at tilrettelagte prosjekter skal gi investorene en årlig avkastning på egenkapitalen (IRR) på mellom 15 og 20 prosent, kombinert med løpende utbytte og akseptabel risiko. De siste 13 årene har vår totale portefølje gitt en årlig snittavkastning på 18 prosent. Vårt hovedfokus er på prosjekter med langsiktige fraktavtaler og anerkjente befraktere, men vi tilrettelegger også «asset play»-prosjekter hvor investor tar en større markedsrisiko.

De siste fem årene har PPF vært den klart største aktøren i det norske markedet for prosjektfinansiering i shipping og offshore med en markedsandel på ca. 60 prosent. I 2014 var selskapet involvert i kjøp/salg og syndikering av shipping/offshore-prosjekter for ca. 6 milliarder kroner. Pareto Maritime Services AS, som ble etablert i 2011, har vært en suksess og er nå disponert for flere prosjektselskaper. Med sin tekniske kompetanse og ekspertise styrker dette vår evne til god prosjektoppfølgning.

## Eiendom

Med over 20 års erfaring er PPF en ledende finansiell aktør i det nordiske eiendomsmarkedet. Selskapet er rådgiver i større eiendomstransaksjoner, herunder børsnoteringer samt kjøp og syndikering av eiendom både i Norge og internasjonalt, og har lang erfaring fra corporate finance-tjenester.

Eiendomsporteføljen er en av Norges største, med en samlet eiendomsverdi på ca. 25 milliarder kroner, og teller ca. 1,3 millioner kvm. Gjennomsnittlig løpetid på leiekontraktene er ca. 11 år. Forventet årlig avkastning på egenkapitalen ligger mellom 8 og 14 prosent. I 2014 var PPF involvert i kjøp, salg, syndikering og rådgivning av eiendomstransaksjoner med en samlet verdi på ca. NOK 22 milliarder kroner i det nordiske markedet.

## Investeringselskaper

PPF bestyrer diversifiserte investeringselskaper innen eiendom, shipping og offshore. I løpet av 2014 har PPF hentet inn 1,3 milliarder kroner i ny egenkapital til sine investeringselskaper. Totalt har disse investeringselskapene egenkapitalverdier på ca. 4,5 milliarder kroner per årsslutt. PPF tilbyr både gearede og ugearede strukturer.

I januar 2015 ble forvaltningsavdelingen i PPF skilt ut som datterselskap, Pareto Project Investment Management AS (PPIM), som har AIFM-konsesjon fra Finanstilsynet.

## Pareto Business Management

Pareto Business Management AS (PBM) er Norges ledende finansielle service- og supportpartner innen eiendom og shipping/offshore. PBM har funksjon som daglig leder for ca. 184 investeringselskaper til en verdi av 46 milliarder kroner. Selskapet har 32 erfarne ansatte med kompetanse innen regnskap, finansiering, skatt og avgift, selskapsrett og teknisk forvaltning.

## Omsetning og megling av aksjer og selskapsandeler

Meglerbordet til PPF jobber systematisk for å sikre investorene likviditet i aksjer og prosjektandeler. Megling og omsetning av aksjer og andeler i eksisterende prosjekter er et viktig satsingsområde. Omsetningsvolumet for 2014 var over 3,9 milliarder kroner målt i prosjektverdi.

## Internasjonal satsing

I 2014 etablerte PPF en ny filial i Stockholm. Filialen har utviklet seg meget godt og fremstår i dag som en komplett aktør innen prosjektfinansiering, foreløpig med fokus på eiendom. Pareto Projects Asia har hatt et utmerket år og vært delaktig i mye av det PPF har syndikert på shippingssiden. I 2015 kommer den internasjonale satsingen til å fortsette med uforminsket styrke, med etablering både i London og New York.

–

## Pareto Project Finance AS

Dronning Mauds gate 3

Postboks 1396 Vika

0114 Oslo

Tlf: 22 87 87 00

Omsetning 2014: NOK 399 millioner

Egenkapital 2014: NOK 145 millioner

Antall ansatte: 81

Adm. direktør: Anders Endreson

anders.endreson@pareto.no

Styreleder: Bjørn Gabriel Reed

**[www.paretoprojectfinance.no](http://www.paretoprojectfinance.no)**

# Pareto Forvaltning AS

*Pareto Forvaltning er et uavhengig forvaltningselskap som tilbyr aktiv forvaltning, aksjefond og rentefond. Etter god avkastning gjennom mange år forvalter selskapet i dag verdipapirer for over 45 milliarder kroner.*

## Forvalter interne midler

Våre tjenester er rettet mot store og mellomstore virksomheter i privat og offentlig sektor, banker, forsikringsselskaper, pensjonskasser, stiftelser og formuende privatpersoner.

Ved utgangen av 2014 forvaltet selskapet 19 milliarder kroner i aksjemarkedet og 26 milliarder kroner i renteinstrumenter, hvorav til sammen 25 milliarder kroner i verdipapirfond.

Hele 3,3 milliarder kroner forvaltes for selskaper og ansatte i Pareto-gruppen, som med det utgjør den største «kunden». Omfattende investeringer i egne produkter viser sterk tro på vår evne til å gjøre gode investeringer, vår arbeidsmetodikk og forvaltningsfilosofi. Det gir også et sunt skjebnefellesskap med våre kunder.

Totalt har selskapet 43 ansatte, hvorav 12 forvaltere og 21 investeringsrådgivere med i gjennomsnitt 17 års relevant erfaring. I løpet av året er arbeidet med etterlevelse og kontroll styrket gjennom opprettelse av to nye årsverk. Selskapet er lokalisert i Oslo og eies 83,2 prosent av Pareto AS og 16,8 prosent av selskapets partnere.

## Forvaltningsfilosofi

Vår aksjeforvaltning er langsiktig, verdiorientert og analysebasert. Vi bygger på investeringsprinsipper som er utviklet av Benjamin Graham og David Dodd og har vært grunnlaget for den spektakulære suksessen til Warren Buffett i investeringselskapet Berkshire Hathaway.

Dette innebærer at vi vurderer selskapsverdi ved å se på en rekke nøkkeltall (fortjeneste, utbytte, aktiva, kapitalstruktur) og strategi/forretningsmodell. Vi fokuserer på en sunn kapitalstruktur, god historisk egenkapitalavkastning og moderat prising (P/E). Analysen vektlegger selskapenes fundamentale verdi,

ikke spekulative faktorer som spesielle markedsforhold (tekniske, manipulative og psykologiske) eller andre faktorer forbundet med høy usikkerhet.

Vi begrenser antall aksjer i porteføljen fordi vi mener god risikospredning kan oppnås allerede ved 25-30 aksjer. En konsentrert portefølje gir oss mulighet til en grundig og kontinuerlig oppfølging av investeringene. Vi er langsiktige eiere og unngår således høy omløpshastighet med høy beslutningsrisiko og transaksjonskostnader som tærer på avkastningen.

## God, langsiktig meravkastning

Vi forvalter én norsk og én global aksjeforfølje. Hver av dem er organisert i flere fond, der minimumsinnskudd og honorarstruktur varierer. I tillegg forvalter vi 161 mandater under aktiv forvaltning som replikerer den norske aksjeforføljen.

Fra utløpet av 1998, etter etablering av selskapet, har vår hovedprofil under aktiv forvaltning i det norske aksjemarkedet gitt en samlet avkastning på 620 prosent etter kostnader. Dette innebærer en meravkastning på 309 prosentpoeng i forhold til Oslo Børs, som i samme periode har levert 311 prosent. Verdensindeksen MSCI World har kun oppnådd 95 prosent, målt i norske kroner.

Regnet som et årlig gjennomsnitt har denne porteføljen hatt en avkastning på 13,1 prosent etter alle kostnader. Den norske hovedprofilen har dermed gitt god

meravkastning i forhold til både 9,2 prosent på Oslo Børs og tremåneders NIBOR på 3,7 prosent i perioden.

Vårt globale team rundet syv års historikk ved årsskiftet. Målt mot referanseindeksen (MSCI World) har hovedfondet, Pareto Global I, en akkumulert meravkastning over hele perioden på 23,9 prosentpoeng. Årlig snittavkastning er 10,1 prosent, mot 8,1 prosent for referanseindeksen.

## Fundamental analyse i rentefond

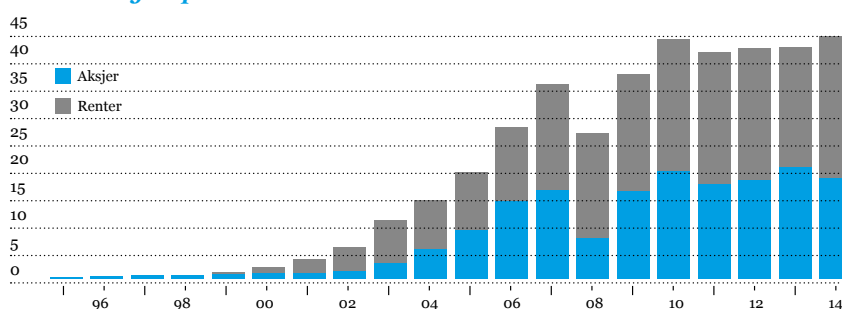
Renteforvaltningen baseres tilsvarende på fundamental analyse av den enkelte utsteder, samt vurdering av relevante makroøkonomiske forhold. For våre to kredittfond har risikopremien og riktige selskapsvalg gitt gode bidrag til den langsiktige avkastningen. I våre to fond med «investment grade» motpartsrisiko søkes meravkastning ved å ta posisjoner på utvalgte deler av rentekurven.

–

## Pareto Forvaltning AS

Dronning Mauds gate 3  
Postboks 1810 Vika  
0123 OSLO  
Telefon 22 87 87 00  
Omsetning 2014: NOK 278 millioner  
Egenkapital 2014: NOK 102 millioner  
Antall ansatte: 43  
Adm. direktør: Petter W. Borg  
petter.borg@pareto.no  
Styreleder: Stig Even Jakobsen  
[www.paretoforvaltning.no](http://www.paretoforvaltning.no)

## Forvaltningskapital NOK milliarder



# Pareto JGO Shipbrokers AS

*Pareto JGO Shipbrokers (JGO) tilbyr meglertjenester innen både shipping og offshore, med en stab som representerer betydelig kunnskap og erfaring innen selskapets markedssegmenter.*

## Sørlandsmegleren

JGO har en historie tilbake til 1912, da firmaet begynte med trelasthandel og skipsmegling og firmaet var sentral i etablering og oppbygging av mange av sørlandsrederiene på slutten av 1920-tallet og i 1930-årene. Helt frem til omkring 1980 var firmaet eksklusiv megler for et stort antall sørlandsredere, både innen befraktning og kontrahering samt kjøp og salg av tonnasje.

Fra 1980-årene og frem til i dag har selskapet utviklet seg fra å være en megler primært for de lokale redere til å bli et konkurransedyktig meglerselskap som betjener rederier, operatører og befraktere verden over. Selskapet ble en del av Pareto-gruppen i 2006.

JGO tilbyr i dag meglertjenester i to hovedmarkeder, offshore og tank.

## Offshoreavdelingen

Offshoreavdelingen er blant de ledende i Norge. Den ble etablert på midten av 1970-tallet, da supplyskipsrederiene begynte å vokse opp. Siden har avdelingen utviklet seg til å bli en betydelig megler innen de fleste segmenter av offshoremarkedet. Offshore-meglerne formidler blant annet langsiktige kontrakter mellom supplyskipsredere og operatører/oljeselskaper som sikrer disposisjonsrett over skipene i en lengre periode, fra noen måneder til flere år. I spotmarkedet formidler meglerne kortere oppdrag for forsyningskip til frakt av laster og forsyninger til bore- og produksjonsrigger og andre offshoreinstallasjoner. Videre megler de kontrakter for ankerhåndterings- og taubåter til blant annet flytting og sleping av rigger. JGO forestår også befraktning samt kjøp og salg av oljerigger.

Offshoreavdelingen har utviklet en sterk kompetanse på behovsanalyser og design av fremtidens forsyningsfartøyer og spesialenheter for offshorevirksomheten. I samarbeid med skipsarkitekter, skipskonstruktører og rederier har avdelingen utviklet mange nye skipsprosjekter og kontrahert en rekke nye skip. I tillegg har avdelingen utviklet en omfattende database over verdens supplyskipsflåte. Denne databasen er et avansert og nyttig verktøy både for avdelingen og for selskapets kunder.

## Tankavdelingen

Tankavdelingen formidler primært kontrakter for transport av råolje med større tankskip. Avdelingen er spesielt aktiv i markedssegmentet for skip i størrelsen 80.000–150.000 dødvekttonn, såkalte Aframax og Suezmax tankskip. JGO er megler både for befraktere og oljeselskaper som har behov for tonnasje til frakt av råolje, og for rederier som ønsker fraktoppdrag for sine skip.

Avdelingen består av meglere og operasjonsmedarbeidere med lang og solid erfaring, og nyter tillit for god faglig betjening og oppfølging.

## Samarbeid

Da Johan G. Olsen Shipbrokers i 2006 ble en del av Pareto-gruppen, åpnet dette for ytterligere bredde i tjenestetilbudet. JGO kan for eksempel, i samarbeid med blant andre Pareto Securities og Pareto Project Finance, tilby pakkelsninger som inkluderer kontrahering/kjøp av skip, full finansiering av både egenkapitalen og fremmedkapitalen, samt beskjeftigelse av skipet.

I 2014 overtok JGO det britiske selskapet Derrick Offshore Ltd., med hovedkontor i Guildford utenfor London og et kontor i Aberdeen. Nyanskaffelsen arbeider med megling av offshore-enheter til olje- og gassnæringen og fornybar energi, samt undervannskabler. Til sammen utgjør de to selskapene en av de største meglervirksomhetene i den globale offshore-næringen.

## Pareto JGO Shipbrokers AS

Dronningens gate 3

4610 Kristiansand

Tlf: 38 12 31 11

Omsetning 2014: NOK 101 millioner

Egenkapital 2014: NOK 83 millioner

Antall ansatte: 36

Adm. direktør: Karsten Christensen

karstenc@jgoship.no

Styreleder: Svein Støle

[www.jgoship.no](http://www.jgoship.no)



# Pareto Bassøe Shipbrokers AS

*Pareto Bassøe Shipbrokers omfatter tankbefraktning i P.F. Bassøe AS og tørrlastbefraktning i Pareto Dry Cargo AS.*

## P.F. Bassøe AS

P.F. Bassøe er et skipsmeglerfirma med hovedvekt på tankbefraktning. Våre tjenester er forankret i solid kunnskap om markedene vi opererer i, og vi søker å tilføre våre kunder verdi gjennom best mulig informasjon, høy servicegrad, pålitelighet og kreativitet. Vi tilbyr befraktningsmegling innenfor de fleste tanksegmenter. Vår kundebase er internasjonal og består av rederier, internasjonale oljeselskaper og oljetradere.

Vi har kunder i alle tidssoner, og en vesentlig del av jobben er å sørge for at de er løpende oppdatert om markedsutviklingen til enhver tid. Vi legger også stor vekt på oppfølging av transportoppdragene etter at de kommersielle vilkårene er avtalt. Vår operasjonsavdeling er satt sammen av dyktige medarbeidere med erfaring fra sjøen og rederikontorer.

Utover den vanlige befraktningsmeglingen jobbes det også prosjektorientert med lengre tidscepartier og fraktavtaler, samt skreddersydde løsninger for våre kunder.

Markedsanalyse er en viktig støttetjeneste til kunder og egne meglere. Analysearbeidet innbefatter løpende markedsobservasjon, prognoser, dybdestudier av segmenter og trender på våre markeder. Vi har et tett samarbeid med de andre selskapene i Pareto-gruppen, spesielt Pareto Shipping og Pareto Dry Cargo.

## Pareto Dry Cargo AS

Pareto Dry Cargo har et globalt nettverk av rederier og industrielle kunder. Vi har et solid fotfeste innen tørrlast bulkmegling, med særskilt fokus på Supramax, Handymax og Handysize tonnasje. Avdelingen arbeider også nært med kunder innen aluminiums-, sement- og kornindustrien. Megleravdelingen arbeider med spot og langsiktige periodeforretninger samt fraktkontrakter. Videre tilbys prosjekt- og rådgivningstjenester.

## P.F. Bassøe AS

Dronning Mauds gate 3  
Postboks 1723 Vika  
0121 Oslo  
Tlf: 24 02 81 80  
Omsetning 2014: NOK 4 millioner  
Egenkapital 2014: 7 millioner  
Antall ansatte: 4  
Adm. direktør:  
Odd Jacob Fritzner  
crude@pfbassoe.no  
Styreleder: Svein Støle  
**[www.pfbassoe.no](http://www.pfbassoe.no)**

## Pareto Dry Cargo AS

Dronning Mauds gate 3  
Postboks 1411 Vika  
0115 Oslo  
Tlf: 24 02 81 90  
Omsetning 2014: NOK 13 millioner  
Egenkapital 2014: NOK 3 millioner  
Antall ansatte: 5  
Adm. direktør: Morten Lie  
dry@pareto.no  
Styreleder: Uno Grønlie  
**[www.pareto.no](http://www.pareto.no)**

# Pareto Wealth Management AS

*Selskapets mål er å stå i fremste rekke innen investeringsrådgivning og formuesforvaltning i Norge.*

## Bygger styrke

Gjennom flere år med omfattende omstilling har Pareto Wealth Management utviklet seg til en større, tydeligere og mer kompetent aktør i sitt marked. Etter gjennomførte strukturelle endringer har mer oppmerksomhet vært rettet mot å utvikle selskapets investeringsrådgivning og produktmeny, ikke minst gjennom sammensetning av egnede, langsiktige porteføljer.

Etter god avkastning på kundemidlene også i 2014 forvalter selskapet nå en inntektsgivende portefølje på godt og vel åtte milliarder kroner.

Den primære målgruppen – velstående privatkunder samt bedrifter og institusjoner – følges opp av egne investeringsrådgivere. Av selskapets ansatte arbeider et stort flertall som rådgivere.

Kunder uten behov for aktiv oppfølging betjenes av Pareto Kundesenter, som har etablert en nettbasert tjeneste med enklere og mer standardiserte løsninger for ordremottak og porteføljeoversikt.

I løpet av året har selskapet arbeidet med innføring av nytt IT-system. Dette arbeidet er på det nærmeste slutført.

## Strategi

Pareto Wealth Management har stått ved sin strategi om å bygge en god, riktig og langsiktig kundeportefølje, fremfor kortsiktig produktsalg. Fremdeles utgjør derfor porteføljeinntekter en stigende del av selskapets totale driftsinntekter, på bekostning av transaksjonsinntekter. Slik blir også kundenes og selskapets langsiktige interesser tydeligere harmonisert.

En vesentlig del av kundeporteføljen er plassert i norske og internasjonale verdipapirfond, gjennom ulike private banking-konti eller som frie fondsløsninger. Av dette har stadig mer form av tilpassede eller nøye utvalgte porteføljer. I tillegg tilbyr selskapet høyere grad av skreddersøm for mer kapitaltunge investorer.

Selskapet samarbeider med andre Pareto-selskaper, for å dra nytte av gruppens høye kompetanse, gode produkter og stadig

mer utstrakte nettverk. Samtidig er det et uttalt mål å tilby et godt spekter av investeringsprodukter fra andre leverandører i inn- og utland. Dette kompletterer kundens investeringsportefølje og sørger for at Paretos egne tilbud blir konkurranseutsatt. Kunden skal få de beste produktene, uansett leverandør.

På personalsiden er kompetanse og fokus sentrale begreper. Våre medarbeidere skal være kjent for sin kompetanse på sitt felt. Kundenes lojalitet skal sikres gjennom kloke investeringsråd og tydelig fagkunnskap. Dette krever mer enn flinke medarbeidere. Det krever også at systemer og løsninger tilrettelegger for kloke valg til gunst for kundene.

De siste års regulatoriske endringer og skiftende finansmarkeder har skjerpet bevisstheten hos alle parter og høynet standarden på så vel produkter som tilbydere. Pareto Wealth Management har arbeidet hardt for å være i forkant av denne utviklingen og sikre at alt gjøres for å tilby de rette produkter til de rette kunder på en god måte.

På lang sikt skal det gi bedre kvalitet i rådgivningen, bedre avkastning på kundemidlene og bedre inntjening for selskapet.

## Pareto Wealth Management AS

Dronning Mauds gate 1

Postboks 1418, Vika

0115 Oslo

Tlf: 23 23 99 00

Omsetning 2014: NOK 77 millioner

Egenkapital 2014: NOK 34 millioner

Antall ansatte: 53

Adm direktør: Rune Wassum

rune.wassum@pareto.no

Styreleder: Andreas Mellbye

***pwm.pareto.no***

# Pareto Nordic Investments AS

*Pareto Nordic Investments forvalter flere ulike typer fond med nordiske verdipapirer. Forvaltningen er langsiktig og verdiorientert.*

I november 2010 overtok Pareto alle aksjene i daværende Orkla Finans. Som ledd i en større omorganisering ble all fondsforvaltning i den oppkjøpte virksomheten samlet i Pareto Nordic Investments. Selskapet tilbyr alternativer til mer tradisjonelle verdipapirfond og har det nordiske verdipapirmarkedet som sitt primære investeringsunivers.

Pareto Nordic Investments forvaltet ved årsskiftet åtte ulike fond med en samlet forvaltningskapital på nærmere fire milliarder kroner. Veksten i forvaltningskapital gjennom 2014 skyldes dels gode forvaltningsresultater, dels opprettelse av et nytt fond/ investeringselskap.

## **Forvaltningen omfatter fire norskregistrerte verdipapirfond:**

- et nordisk kombinasjonsfond (Pareto Nordic Return)
- et nordisk kombinasjonsfond med mer kvantitative kriterier (Pareto Nordic Value)
- et norsk aksjefond (Omega Investment Fund)
- et likviditetsfond (Omega Likviditet)

De to førstnevnte fondene er nå i ferd med å fusjoneres, med Pareto Nordic Return som overtagende fond. Det er dette fondets forvaltning og retningslinjer som blir videreført. Videre forvalter selskapet to irskregistrerte investeringselskaper, der målet er å oppnå full aksjemarkedsavkastning med vesentlig lavere risiko. Også disse midlene plasseres i nordiske verdipapirer.

I tillegg forvalter selskapet et hedgefond i UCITS-format (Pareto Nordic Alpha), hvilket innebærer at det reguleres som et vanlig verdipapirfond og kan markedsføres i Norge. Forvaltningen skal i praksis speile forvaltningen i det ene irskregistrerte investeringselskapet, men historikken derfra kan ikke brukes i markedsføringen av UCITS-fondet.

I 2014 har Pareto Nordic Investments også etablert et nytt irskregistrert investeringselskap, Pareto Total. Mandatet er fleksibelt, med åpning for ulike instrumenter, men fokus er på aksjer i solide og veldrevne internasjonale selskaper. Investeringshorisonten er utpreget langsiktig.

## **Pareto Nordic Investments AS**

Dronning Mauds gate 3

Postboks 1724 Vika

0121 Oslo

Tlf: 22 87 87 00

Omsetning 2014: NOK 41 millioner

Egenkapital 2014: NOK 11 millioner

Antall ansatte: 11

Adm direktør: Tore Været

tore.vaeret@pareto.no

Styreleder: Cathrine Lofterød Fegth

**[www.paretonordic.no](http://www.paretonordic.no)**

# Pareto Forsikringsmegling AS

*Pareto Forsikringsmegling AS er en uavhengig rådgivnings- og forsikringsmegler-virksomhet som tilbyr behovsrettede løsninger innenfor skade-, livs- og pensjonsforsikring, samt generell risikorådgivning. På vegne av våre kunder kjøper vi forsikringer for mer enn 1,3 milliarder kroner i året.*

## Forsikringsmegling og -rådgivning

Pareto Forsikringsmegling tilbyr megler- og rådgivningstjenester innenfor non-marine forsikring. Våre kunder er store og mellomstore virksomheter i privat og offentlig sektor. I tillegg tilbyr vi gruppeløsninger (affinity) for forbunds- og foreningsmarkedet samt produktforsikringer til produkt- og tjenesteleverandører.

Gjennom grundig risikoanalyse og bransjekunnskap gir vi råd om hvordan virksomhetens risikostruktur ser ut, og hva vi mener er riktig beskyttelsesnivå. Analysen danner grunnlag for utforming av en overordnet forsikringspolicy og et optimalt forsikringsprogram.

Selskapet har i dag 30 ansatte: 26 i Oslo og fire i Kristiansand. Medarbeiderne har lang erfaring og høy kompetanse på sitt fagfelt. Pareto Forsikringsmegling er medlem av det uavhengige meglernetverket Wells Fargo Global Broker Network.

## Skadeforsikring

Markedet for skadeforsikring er fortsatt preget av sterk pris-konkurranse og et stort antall forsikringsleverandører. Store internasjonale selskaper og mindre nisjeselskaper spiser stadig markedsandeler fra de store norske selskapene.

Vår skadeavdeling er opptatt av at kundene etablerer et riktig beskyttelsesnivå. Risiko- og sårbarhetsanalyse avdekker risiko-områder som kundene får et bevisst forhold til, på forsikrings-områder som eiendom, auto, ansvar og avbrudd. Våre meglere kjøper inn forsikringer fra forsikringsselskaper med i all hovedsak A-rating. Dette gir våre kunder sikkerhet for at selskapet har evne og vilje til å gjøre opp for seg når skaden oppstår.

## Pensjons- og livsforsikring

Liv- og pensjonsavdelingen arbeider med kollektive personal- og pensjonsforsikringer i samarbeid med våre kunder og deres ansatte. Markedet er preget av sterk konkurranse og gode vilkår for våre kunder, men ytelsesordningene er det nå ingen leverandører som vil ha, og dette skaper utfordringer.

Nye regler for innskuddspensjon og «hybridmodellen» er nå på plass, og fortsatt har deler av vår rådgivning vært knyttet til avvikling av ytelsesordningene. En utfordring er å unngå at kundene blir sittende igjen i en portefølje «under avvikling». Det har også vært flytting av en del offentlige ordninger i 2014, med bakgrunn i at både Storebrand og DNB avvikler sin satsing innen offentlig pensjon.

Omleggingen av uførepensjonen i folketrygden gjør at forsikringssummene for ansatte med lønn under 6 G faller bort eller reduseres vesentlig i 2015/2016. Dette arbeider vi mye med nå, for å redusere forsikringssummene slik at kundene ikke betaler for høye forsikringspremier i overgangsperioden. Et komplekst forsikringsmarked med mange leverandører stiller store krav til innkjøp, løpende drift og ikke minst kommunikasjon om personalgodene overfor de ansatte. Vårt tjenestespekter er bredt og omfatter flere rådgivningsmoduler innenfor pensjons- og personforsikringsområdene.

### Blant våre moduler nevnes:

- Markedsovervåkning
- Kartlegging av forsikringsstrategi
- Økonomiske analyser av forsikringsprogrammet og leverandørene
- Endringsprosesser i forsikringsprogrammene
- Pris- og vilkårsanalyser
- Kommunikasjon og rådgivning overfor de ansatte
- Grunnleggende meglertjenester

## Skadeforebyggende rådgivning

Pareto Forsikringsmegling tilbyr skadeforebyggende rådgivning som en del av vårt totale tjenestetilbud. Vi involverer oss gjerne som samarbeidspartner for å beskrive risikobildet, og vurderer tiltak for bedre risikoøkonomi. Slik sørger vi for redusert risiko, lavere skadefrekvens og optimal pris på forsikringsløsningen. Vårt skadeforebyggende konsept innebærer både generell rådgivning og tjenester særskilt knyttet til person/pensjons- og skadeforsikring. Skadeforebyggende rådgivning omfatter blant annet risikovurderinger og skadeforebyggende analyser knyttet til risikostyring, sikkerhetskultur og beredskap.

–

## Pareto Forsikringsmegling AS

Dronning Mauds gate 3  
Postboks 1527 Vika  
0117 Oslo  
Telefon 22 87 87 00  
Omsetning 2014: NOK 68 millioner  
Egenkapital 2014: NOK 66 millioner  
Antall ansatte: 30  
Adm. direktør: Vegard M. Finsæther  
vmf@pareto.no  
Styreleder: Uno Grønlie  
**[www.pareto.no/forsikringsmegling](http://www.pareto.no/forsikringsmegling)**

# Pareto Bank ASA

*Pareto Bank fokuserer på finansiering av eiendom, verdipapirer og shipping/offshore.*

Med 29 medarbeidere er Pareto Bank en liten organisasjon der kundenærhet og personlig oppfølging er en naturlig del av hverdagen. Høy kompetanse kombinert med effektive beslutningsprosesser gjør at banken kan ta raske og presise avgjørelser.

## Eiendom, verdipapirer og shipping & offshore

Siden etableringen har Pareto Bank fått en sterk posisjon innenfor prosjektfinansiering av både bolig- og næringseiendom i Oslo-regionen. Banken tilbyr også langsiktig finansiering med særlig fokus på 2. prioritetslån til næringseiendom.

Banken har et fullverdig tilbud innenfor verdipapirfinansiering og investeringstjenester, og på dette området gir nærheten til Pareto-gruppen tilgang på kompetanse, kunder og effektive systemløsninger.

Pareto Bank etablerte høsten 2011 forretningsområdet shipping & offshorefinansiering. Motivet for satsingen er i større grad å utnytte mulighetene tilknytningen til Pareto-gruppen representerer.

## Syvende driftsår

Pareto Bank kan i sitt syvende driftsår vise til en god resultatutvikling. Årsresultatet etter skatt økte med 44,5 millioner kroner til 154,2 millioner kroner. Samlede inntekter økte til 297,2 millioner kroner (238,1 millioner). Samtidig viste driftskostnader og nedskrivninger samlet en flat utvikling, og i sum har dette bidratt til en god resultatvekst. Dette ga en egenkapitalavkastning på 15,6 prosent i 2014 (12,7 prosent) og et resultat per aksje på kr 181,43 (kr 129,10).

Banken hadde ved utgangen av 2014 en forvaltningskapital på 11.340 millioner kroner (8.890 millioner). Utlån til kunder utgjorde ved årsskiftet 7.207 millioner kroner, mens ubenyttede kredittammer og garantier beløp seg til 1.780 millioner.

Innskuddsdekningen er høy. Innskudd fra kunder tilsvarte nærmere 102 prosent av samlede utlån til kunder ved årsskiftet. Netto utestående verdipapirgjeld utgjorde ved årsskiftet 2.351 millioner kroner.

Ren kjernekapitaldekning var 12,13 prosent ved utgangen av 2014, mens kapitaldekningen utgjorde 15,9 prosent. Banken vil fortsette å bygge opp egenkapitalen gjennom resultatet og en moderat netto kredittvekst.

I løpet av året ble Pareto Bank listet på NOTC A-listen til Verdipapirforetakenes forbund. Dette har bedret likviditeten i aksjen.

## De største eierne i Pareto Bank

Navn	Andel
Pareto AS	15,00 %
Société Générale SS SA (nom)	8,71 %
Perestroika AS	8,43 %
Geveran Trading Co Ltd.	8,02 %
Indigo Invest AS	7,83 %
Pecunia Forvaltning AS	3,38 %

*Ledende ansatte i Pareto Bank ASA og ledende ansatte i Pareto-gruppen eier til sammen 3,8 % av aksjene.*

–

## Pareto Bank ASA

Dronning Mauds gate 3

Postboks 1823 Vika

0123 Oslo

Tlf: 24 02 81 20

Forvaltningskapital 2014: NOK 11.340 millioner

Egenkapital 2014: NOK 1.050 millioner

Antall ansatte: 29

Adm. direktør: Tiril Haug Villum

tiril.villum@paretobank.no

Styreleder: Finn Øystein Bergh

**[www.paretobank.no](http://www.paretobank.no)**

# En solid og lønnsom historie

*Pareto har bygget verdier og tjent penger i både gode og dårlige år.  
Konsernet har aldri gått med underskudd.*

Det første Pareto-selskapet ble stiftet 9. desember 1985. I de etterfølgende årene har Pareto opplevd god organisk vekst, men selskapet har også beveget seg inn på nye områder gjennom oppkjøp.

Pareto ble opprinnelig organisert som et kommandittselskap eid av selskapets partnere. Selskapets nåværende organisering, med aksjeselskap og partnerskap (indre selskap), ble dannet i forbindelse med etablering av verdipapirvirksomheten i Pareto-regi i 1992.

Tabellen oppsummerer en innholdsrik historie om nysatsing, vekst og varierende rammebetingelser, gjennom børsoppgang og vekslende kriser. Den viser at virksomheten har utviklet en robust

forretningsmodell. Pareto har gått med overskudd hvert år, og det aller meste er holdt tilbake i selskapet for videre vekst. Samtidig har morselskapet opparbeidet en verdipapirportefølje med en bokført verdi på over fire milliarder kroner. Den gir strategisk handlekraft og grunnlag for raskt å gripe nye muligheter.

En betydelig del av inntjeningen har i tillegg tilfalt ansatte og partnere. En dyktig og arbeidsom stab har vært helt avgjørende for selskapets utvikling.

Ved inngangen til 2015 står gruppen foran to fusjoner som vil forandre konsernets struktur. Kulturen og forretningsmodellen, som begge har demonstrert sin slitestyrke gjennom disse skiftende årene, vil imidlertid bestå som i dag.

	Driftsinntekter	Driftsresultat	Årsresultat	Egenkapital	Oslo Børs
1992	40	9	8	43	-10,0 %
1993	90	33	23	31	64,8 %
1994	82	17	15	37	7,1 %
1995	83	24	22	59	11,6 %
1996	160	82	50	101	32,1 %
1997	364	222	115	170	31,5 %
1998	232	121	46	239	-26,7 %
1999	291	162	71	293	45,5 %
2000	548	313	149	432	-1,7 %
2001	507	201	79	466	-16,6 %
2002	458	164	41	435	-31,1 %
2003	517	265	139	541	48,4 %
2004	964	600	239	725	38,4 %
2005	2 044	1 430	681	1 412	40,5 %
2006	3 277	2 324	1 099	2 049	32,4 %
2007	3 470	2 349	1 126	2 931	11,5 %
2008	1 755	927	2	2 801	-54,1 %
2009	1 606	832	715	3 270	64,8 %
2010	1 899	1 024	650	3 310	18,3 %
2011	1 678	748	436	3 707	-12,5 %
2012	1 869	789	536	4 147	15,4 %
2013	2 485	989	940	4 970	23,6 %
2014	2 512	985	895	5 824	5,0 %

Konsoliderte beløp i millioner kroner. Driftsresultat er etter bonus og annen variabel arbeidsgodtgjørelse, men for eieravkastning til stille deltakere. Morselskapet har en omfattende investeringsportefølje, slik at kursfluktuasjoner kan påføre selskapet store svingninger i årsresultatet. Regnskapsførselen er imidlertid forsiktig og konservativ; vi benytter det gamle (og gode) «laveste verdis prinsipp», som innebærer at verdipapirporteføljen bokføres til laveste verdi av kostpris og markedsverdi. For Oslo Børs er det brukt hovedindeksen lenket bakover med den tidligere totalindeksen.

# Styrets beretning

## Mål for virksomheten

Pareto skal videreutvikles som et solid, lønnsomt og desentralisert selskap med fokuserte enheter. Selskapets styre og ledelse ønsker å bygge virksomheten på respekt og tillit hos selskapets ansatte, kunder, konkurrenter og myndigheter.

## Virksomhet

Selskapenes virksomhet er innen finansiell rådgivning, megling av verdipapirer, skip, fast eiendom og forsikring, prosjektfinansiering, prosjektutvikling og formuesforvaltning. Paretos hovedkontor er i Oslo. Konsernets virksomhet utøves i hovedsak gjennom datterselskapene Pareto Securities AS, Pareto Project Finance AS, Pareto Forvaltning AS, Pareto JGO Shipbrokers AS, Pareto Bassøe Shipbrokers AS, Pareto Wealth Management AS, Pareto Forsikringsmegling AS og Pareto Nordic Investments AS. Pareto AS er konsernets morselskap.

## Markedsmessige rammevilkår

I 2014 ble rammebetingelsene for norsk økonomi brått og tydelig endret til det verre, gjennom det kraftige fallet i oljeprisen – fra 112 dollar fatet ved utløpet av første halvår til bare 57 dollar ved årets slutt. Dette medførte generelt mer uttalt pessimisme og nokså umiddelbare kursfall for oljerelaterte aksjer samt høyere risiko og krav til avkastning på foretaksobligasjoner for oljerelaterte selskaper.

Pareto har vært bekymret og forberedt på at den langsiktige effekten for norsk økonomi vil være mer omfattende. Med lavere oljepris, samt utsikter til reduserte investeringsbudsjetter i oljenæringen, vil også fastlandsøkonomien rammes. Etter våre anslag er det her et etterslep på anslagsvis seks kvartaler, slik at vi har til gode å se det fulle utslaget av oljeprisfallet. I finansmarkedene vil imidlertid slike effekter bli forsøkt diskontert. Fra toppen i slutten av juni 2014 falt for eksempel energiindeksen på Oslo Børs med mer enn 1/3.

For selskapene i Pareto-konsernet er det to faktorer som trekker i motsatt retning. Den ene er lavere rentenivå. I løpet av 2014 falt pengemarkedsrenten (tre måneders NIBOR) fra 1,69 % til 1,48 %, mens renten på tiårige norske statsobligasjoner ble redusert fra 3,04 % til 1,61 %. Dette har redusert både alternativkostnaden og diskonteringsrenten for de investeringsprodukter som Pareto-gruppen formidler eller forvalter.

Den andre faktoren er svekkelsen av kronekursen. I løpet av 2014 fikk man 22 prosent flere kroner for en amerikansk dollar. For euro var økningen på åtte prosent. Kronesvekkelsen er, naturlig nok, utløst av fallet i oljeprisen, men er ikke minst av betyd-

ning for andre eksportnæringer med mer marginal inntjening. Med mindre norske kroner igjen skulle styrkes overfor våre handelspartners valutaer, vil effekten være at fallet i fastlandsøkonomien blir betydelig dempet.

Den videre utviklingen i kronekursen er følsom for de rentebeslutninger Norges Bank måtte fatte. I og med at Norge nå er i en situasjon der en svak valuta må vurderes positivt, slik at sentralbanken ikke har det målstyringsdilemmaet den tidvis har vært stilt overfor, er det grunn til å tro at Norges Bank vil følge opp med en lav rentebane i overskuelig fremtid.

Det norske aksjemarkedet sammenfattet disse vurderingene i form av en beskjeden oppgang i 2014. I andre markeder uten samme oljeeksponering, som eksempelvis Sverige eller USA, var oppgangen tydeligere. For Pareto må de økonomiske rammevilkårene alt i alt sies å ha vært positive dette året, selv om annet halvår åpenbart var mer utfordrende for noen av konsernets datterselskaper.

## Resultat

Både direkte og indirekte er Paretos resultatregnskap sterkt påvirket av utviklingen i verdipapirmarkedene. Fjorårets skiftende markedsutvikling har gitt svært blandede impulser til gruppens drift, men både i sum og for de aller fleste deler av virksomheten fremstår resultatregnskapet som meget tilfredsstillende. Etter styrets vurdering har Paretos driftsmodell igjen bidratt til engasjert kremmerskap, fornuftig kostnadsfokus og lav risiko.

Konsernets morselskap har over mange år investert overskuddslikviditet i verdipapirmarkedet og bygget opp en relativt stor verdipapirportefølje, hvorav en stor del i form av innskudd i konsernets egne investeringsprodukter. Denne porteføljen hadde en god verdiutvikling i 2014.

Det konsoliderte resultatregnskapet avviker i liten grad fra fjorårets resultatregnskap. Konsernets driftsinntekter beløp seg i 2014 til 2.512 millioner kroner, mot 2.485 millioner kroner i 2013. Driftsresultatet ble 985 millioner kroner, mot 989 millioner kroner i 2013. Resultat før skatt utgjorde 1.165 millioner kroner, mot 1.174 millioner kroner for 2013.

Konsernets soliditet og likviditet er god. Bokført egenkapital utgjorde ved årsskiftet 5.824 millioner kroner. Bankinnskudd beløp seg til 2.060 millioner kroner. Av konsernets porteføljeverdier utgjør egenkapitalinstrumenter over 80 prosent. Konsernet har svært begrenset rentebærende gjeld.

Styret er godt fornøyd med utviklingen i datterselskapene og har valgt å opprettholde morselskapets langsiktige investeringsstrategi. Mottatte utdelinger fra datterselskapene vil benyttes til å utvikle ny virksomhet eller investeres i aksjer og andre verdipapirer.

Konsernet er for øvrig i ferd med å gjennomføre to fusjoner av datterselskaper. Disse er dels en funksjon av den pågående internasjonaliseringen, dels et tiltak for bedre å utnytte felles kontaktflater og koordinere salgskraften i konsernet. Etter dette vil konsernstrukturen domineres av to store selskaper på henholdsvis investeringsbanksiden og forvaltningssiden.

### Pareto Securities

For Pareto Securities ble et sterkt første halvår 2014 avløst av et mer utfordrende marked i annet halvår. Driftsinntektene endte over 1,5 milliarder kroner, en beskjeden reduksjon fra drøyt 1,6 milliarder det svært gode året før, og resultat før skatt nådde 466 millioner kroner, mot 557 millioner i 2013. En fortsatt konservativ holdning til risiko har gitt små tap på kundefordringer og egne posisjoner.

Selskapet opprettholdt sin ledende posisjon i det nordiske kapitalmarkedet, med betydelig vekst innen egenkapitalemisjoner og fusjoner og oppkjøp («M&A»). Dette året deltok Pareto Securities i 56 egenkapitalplasseringer på i alt 42 milliarder kroner, en økning på nesten 70 prosent. Aktiviteten var spesielt høy i shipping, der selskapet var med på å reise 28 milliarder kroner.

For høyrenteobligasjonslån ble 2014 et nytt rekordår, både i Norden og internasjonalt. Pareto Securities deltok i tilrettelegging av høyrenteobligasjonslån på over 40 milliarder kroner for blant annet Aker, Klaveness, Ocean Yield og Prosafe. Som eneste tilrettelegger hentet selskapet 725 millioner dollar til Oro Negro Drilling, fjorårets største transaksjon i det nordiske høyrentemarkedet.

Videre var Pareto Securities rådgiver i en rekke større M&A-transaksjoner, herunder oppkjøp av børsnoterte Eltek og Sølvtrans, salg av selskaper som Jaya Holdings, SveaReal, Mintra Training-portal og Signal Bredbånd, samt fisjonen i Aker Solutions.

Tross oljeprisfallet kunne datterselskapet Pareto Offshore notere et nytt år med imponerende resultater.

For konsernet Pareto Securities var omtrent 80 prosent av inntektene relatert til utstedere og investorer utenfor Norge. Selskapet videreførte sin internasjonale ekspansjon gjennom etablering av virksomhet i Perth, Los Angeles, Calgary og Aberdeen. Ved årsskiftet var også representasjon i Paris under etablering.

I 2015 vil selskapet fusjonere med Pareto Project Finance. Det fusjonerte selskapet vil få 420 ansatte og bli en slagkraftig enhet med bred internasjonal kontaktflate.

### Pareto Project Finance

For Pareto Project Finance ble 2014 et spesielt godt år. Driftsinntektene økte videre, fra 252 til 399 millioner kroner, mens driftsresultatet steg fra 131 til 237 millioner kroner.

Selskapet var involvert i kjøp, syndikering og rådgivning av eiendomstransaksjoner med en samlet verdi på ca. 22 milliarder kroner, en betydelig økning fra ca. seks milliarder året før, samt kjøp/salg og syndikering av shipping- og offshoreprosjekter for ca. seks milliarder kroner, opp fra ca. 3,5 milliarder i 2013. Etter styrets oppfatning gir dette bedre dekning enn noen gang for oppfatningen om at Pareto Project Finance har befestet sin posisjon som den største aktøren i det norske markedet for prosjektfinansiering.

I løpet av året etablerte PPF en ny filial i Stockholm. Filialen fremstår i dag som en komplett aktør innen prosjektfinansiering, foreløpig med fokus på eiendom. Selskapet har fra før et kontor i Singapore og planla ved årsskiftet etablering i både Storbritannia og USA. Styret anser denne internasjonaliseringen som et naturlig og viktig ledd i arbeidet med å sikre videre, lønnsom vekst. Den vil nå realiseres gjennom fusjonen med Pareto Securities, slik at begge selskapene kan dra veksler på hverandres kontaktflater og salgskraft internasjonalt.

Meglerbordet til Pareto Project Finance hadde i 2014 et omsetningsvolum på over 3,9 milliarder kroner målt i prosjektverdi.

Datterselskapet Pareto Business Management forvaltet ved årsskiftet ca. 184 investeringselskaper til en bruttov verdi av 46 milliarder kroner for norske og internasjonale investorer.

### Pareto Forvaltning

Det svake markedet i annet halvår bidro til at 2014 ikke ble et nytt rekordår for Pareto Forvaltning, som reduserte driftsinntektene fra 302 til 278 millioner kroner. Driftsresultatet endte på 166 millioner kroner, mot 187 millioner året før.

Forvaltningskapitalen økte fra 41,5 til 45 milliarder kroner. Noe uttak fra norske aksjer ble kompensert av betydelig nettotegning og høy absolutt avkastning i globale aksjer, samt fortsatt tilstrømning av kundemidler til foretaksobligasjoner. I tillegg var det positiv avkastning også på norske aksjer, tross annet halvårs markante fall i oljeprisen. For high yield-fondet Pareto Kreditt bidro imidlertid oljeprisfallet til en svakt negativ avkastning.

I forvaltningskapitalen inngår for øvrig også passivforvaltning, som ved årsskiftet utgjorde hele 10,9 milliarder kroner.

Målt mot sine respektive referanseindekser var det bare aktiv forvaltning av norske aksjer som klarte å skape meravkastning i aksjemarkedet i 2014. De langsiktige resultatene i både den norske og den globale aksjeporteføljen er imidlertid gode, med en betydelig meravkastning siden henholdsvis oppstart eller tiltredelse for dagens forvalterteam. Det innebærer at en ikke



ubetydelig del av forvaltningskapitalen representerer avkastning for dagens andelseiere.

Selskapets portefølje av norske rentefond nådde i fjor 12,3 milliarder kroner. Det aller meste ligger i foretaksobligasjoner, hvilket gjør selskapet til en stor aktør i nordisk målestokk.

I 2014 åpnet også Pareto Forvaltning kontor i Stockholm. Herfra planlegger selskapet lansering av et nytt fond for globale foretaksobligasjoner. Dette forventes lansert i løpet av mars 2015.

I løpet av året vil selskapet dessuten fusjonere med Pareto Nordic Investments. Dermed vil fondsforvaltningen i Pareto-gruppen endelig samles i ett selskap. Det fusjonerte selskapet vil få en forvaltningskapital i størrelsesorden 50 milliarder kroner.

### Pareto JGO Shipbrokers og Pareto Bassøe Shipbrokers

Pareto JGO Shipbrokers kunne igjen notere enda bedre resultater enn året før. Tross et mer utfordrende marked på høstparten klarte selskapet å øke driftsinntektene fra 76 til nesten 87 millioner kroner, mens driftsresultatet endte på 49 millioner (41 millioner i 2013) – det beste i selskapets historie.

I 2014 kjøpte selskapet dessuten det engelske meglerfirmaet Derrick Offshore. Den samlede meglervirksomheten blir en av de største innen sitt segment i den globale olje- og offshorenæringen. Konsoliderte driftsinntekter nådde nesten 101 millioner kroner, mens driftsresultatet endte på 44 millioner. Her trakk goodwill-avskrivninger mer ned enn noen få måneders resultatandel trakk opp.

For meglerne i Pareto Bassøe Shipbrokers ble 2014 enda et år med blandede resultater. I et vedvarende svakt marked for tørrbulkbefraktning klarte Pareto Dry Cargo å opprettholde driftsinntekter på 13 millioner kroner, med over seks millioner i driftsresultat – som året før. P.F. Bassøe hadde et nytt svakt år, med driftsinntekter på under fire millioner kroner og et resultat før skatt på minus 78.000 kroner – riktignok en bedring fra mer enn 1,2 millioner i minus året før. Markedet for tankbefraktning var fremdeles svakt.

### Pareto Wealth Management

I Pareto Wealth Management ble driftsinntektene redusert fra 83 til 77 millioner kroner, mens driftsresultatet falt fra 14 til 11 millioner kroner. Fallet skyldes i all hovedsak lavere andel av suksesshonorarer, samt i noen grad éngangskostnader i forbindelse med overgang til nytt IT-system. Dette er nå implementert. Den underliggende inntjeningen viser klar fremgang

Fokus gjennom året var på utvikling og spissing av selskapets investeringsrådgivning og produktmeny. Den inntektsgivende porteføljen har nå vokst til godt og vel åtte milliarder kroner.

### Pareto Forsikringsmegling

I sitt fjerde hele driftsår som del av Pareto-gruppen klarte Pareto Forsikringsmegling å opprettholde og faktisk styrke inntjeningen.

Driftsinntektene ble redusert fra 72 til 68 millioner kroner, men dette ble kompensert av lavere kostnader. Driftsresultatet viste dermed en økning fra 20 til 21 millioner kroner.

Selskapet tilbyr megler- og rådgivningstjenester innenfor non-marine forsikring til store og mellomstore virksomheter i privat og offentlig sektor i det norske markedet.

### Pareto Nordic Investments

Ved årets utgang hadde Pareto Nordic Investments en samlet forvaltningskapital på nærmere fire milliarder kroner, opp fra 2,4 milliarder året før. Selskapet etablerte dette året et nytt fond, Pareto Total, med et større innskudd fra morselskapet, Pareto AS. I tillegg har god avkastning i selskapets fond gitt et merkbart bidrag til vekst i forvaltningskapitalen.

Selskapet forvalter ulike fond med et uttalt fokus på nordiske verdipapirer. To av fondene var ved årsskiftet vedtatt fusjonert. Regnskapet viser netto driftsinntekter på 41 millioner kroner og et driftsresultat på drøyt 12 millioner. Begge deler representerer en beskjeden nedgang fra året før, en konsekvens av lavere suksesshonorarer i enkelte av selskapets fond.

I løpet av 2015 vil selskapet fusjonere med Pareto Forvaltning.

### Pareto Bank

I januar 2007 tok Pareto AS initiativ til å etablere et nytt bankforetak i Norge. Den 4. januar 2008 åpnet banken for drift.

I henhold til konsesjonsvilkårene eier Pareto AS 15 prosent. Ledende ansatte i Pareto Bank og ledende ansatte i Pareto-gruppen eide ved årsskiftet til sammen 3,83 prosent av aksjene.

Banken har spesialisert seg på tre kundesegmenter: eiendom, verdipapirer og shipping/offshore. Den samarbeider med andre selskaper i Pareto-gruppen, ikke minst på verdipapirfinansiering.

I sitt syvende driftsår fikk banken et driftsresultat på 209 millioner, mot henholdsvis 153, 94, 66 og 31 millioner de fire foregående årene.

Ved årets utløp utgjorde forvaltningskapitalen 11,34 milliarder kroner, mot 8,89 milliarder året før.

### Paretos strategi

Pareto skal være en ledende og uavhengig nordisk investeringsvirksomhet basert på en desentralisert og fokusert strategi for de enkelte datterselskaper.

Selskapet prioriterer organisk vekst og intern kompetanseutvikling, men vil også foreta oppkjøp og fusjoner hvis det kan komplettere og utvikle selskapet og utvide produktspekteret. Pareto vil samarbeide med andre aktører når det er naturlig og når det gir våre kunder den beste løsningen.

Pareto satser på å være den foretrukne nordiske leverandør av finansielle tjenester på basis av god og detaljert kunnskap om samfunnsforhold, næringer og bedrifter. Energi og maritim virksomhet kan tjene som eksempler på slike næringer.

Styret tror at Pareto fortsatt har et betydelig potensial for forbedring og vekst, basert på klart demonstrert omstillingsevne og tilpasningsdyktighet. Et eksempel her er hvordan Pareto har brukt sin kjernekompetanse i utvalgte næringer som plattform for internasjonal ekspansjon.

### Utsikter

I tillegg til selskapets egen innsats og utvikling er Paretos inntjening påvirket av den generelle aktiviteten i finansmarkedene.

Pareto har en nøktern kostnadsstruktur og solid balanse og er således godt rustet til å takle markedsmessige utfordringer, slik utviklingen de siste årene har bekreftet.

Etter stadig tilbakevendende usikkerhet i årene etter finanskrisen synes optimismen og investeringsviljen internasjonalt å ha tatt seg noe opp igjen. Faktorer som høy statsgjeld, langsiktige innstrammingsbehov og politisk uro er på ingen måte ryddet av veien, men man har fått god erfaring for at veldrevne selskaper likevel kan skape tilfredsstillende resultater.

Nå har man imidlertid fått en ny utfordring: fallet i oljeprisen. Mens norsk økonomi de siste årene har fremstått som friskere og mer solid enn de fleste andre utviklede økonomier, har den høye oljeaktiviteten antagelig vært en viktigere driver for veksten i norsk fastlandsøkonomi enn mange kanskje har vært klar over. Nå har det kraftige fallet i oljeprisen aktualisert denne problemstillingen.

Pareto-gruppen har sitt historiske fokus på olje- og offshore-relaterte næringer, og eksponeringen mot disse næringene er fremdeles betydelig. Selv om Pareto har vært bekymret og forberedt på en slik situasjon, og selv om gruppen både har bygget mer stabile inntektskilder og ekspandert internasjonalt, er den derfor svært sårbar for større, langsiktige svingninger i oljeprisen og ikke minst en langvarig lav oljepris.

På den annen side vil Pareto-gruppen generelt dra fordel av et lavere rentenivå og en svakere norsk krone, selv om det må

erkjennes at begge deler reflekterer svakheter i realøkonomien, både for Vesten generelt og for norsk økonomi i og utenfor oljenæringen. Dessuten har Pareto en grunnleggende tro på olje- og offshorerelaterte næringer. Den står ved lag, også når vi opplever sykliske svingninger.

Styret er fullt oppmerksomt på utfordringene, men har et optimistisk grunnsyn og ser positivt på Paretos muligheter, både i det kommende året og på lengre sikt.

### Resultatdisponering og andre forhold

Virksomheten til Pareto AS, utover å være morselskap i konsernet, er investering i ulike verdipapirer. Selskapet er eksponert for markedsrisiko knyttet til egenbeholdning av finansielle instrumenter. Datterselskapene har i tillegg risiko knyttet til noe market making og oppgjør fra kunder.

Det interne arbeidsmiljøet i konsernets selskaper er godt, og det har ikke vært nødvendig å iverksette spesielle tiltak. Det er lite sykefravær i konsernet, og det er ikke rapportert om skader eller ulykker i året. Selskapet forskjellsbehandler ikke kvinner og menn. I sin rekrutteringspolitikk søker selskapet bevisst å tiltrekke seg de aller dyktigste, uten å diskriminere på grunnlag av kjønn, etnisitet eller andre faktorer.

Selskapet er ikke involvert i forsknings- og utviklingsaktiviteter. Selskapets virksomhet er ikke av en slik karakter at den forurenser det ytre miljø.

Konsernets overskudd etter skattekostnad er 894,6 millioner kroner. Morselskapets overskudd etter skatt er 699,5 millioner kroner. Styret foreslår at hele overskuddet etter skatt overføres til annen egenkapital.

Ved utgangen av året er egenkapitalen i morselskapet økt til 4.895,4 millioner kroner. I konsernet er bokført egenkapital 5.824,3 millioner kroner.

Årsoppgjøret er avlagt under forutsetning om fortsatt drift, og etter styrets vurdering er denne forutsetningen tilstede. Styret mener at årsregnskapet gir et rettviseende bilde av Pareto-konsernets eiendeler og gjeld, finansielle stilling og resultat. Styret takker de ansatte for innsatsen og selskapets kunder for den tillit som Pareto er blitt vist i året som gikk.

Oslo, 12. mars 2015

Bjørn Gabriel Reed (styreformann)

Ole Henrik Bjørge

Anders Endreson

Svein Støle (styremedlem/adm.dir)

Petter W. Borg

Mette Andersen

# Resultatregnskap

Morselskap (1.000 kr)

Konsern (1.000 kr)

2013	2014		Noter	2014	2013
		<b>Driftsinntekter</b>			
0	0	Driftsinntekter	2	2 511 861	2 485 211
<b>0</b>	<b>0</b>	<b>Sum driftsinntekter</b>		<b>2 511 861</b>	<b>2 485 211</b>
		<b>Driftskostnader</b>			
-7 352	-8 818	Personalkostnader	3	-1 169 859	-1 162 154
-2 814	-1 846	Diverse andre driftskostnader		-337 252	-320 430
-17	-17	Ordinære avskrivninger	4	-20 123	-13 305
<b>-10 183</b>	<b>-10 681</b>	<b>Sum driftskostnader</b>		<b>-1 527 234</b>	<b>-1 495 889</b>
<b>-10 183</b>	<b>-10 681</b>	<b>Driftsresultat</b>		<b>984 627</b>	<b>989 322</b>
		<b>Finansinntekter / -kostnader</b>			
197 244	319 878	Finansinntekter		374 412	243 657
385 466	486 508	Aksjeutbytte		98 361	81 624
44 627	-45 712	Regulering verdipapirer	10	-48 566	53 004
10 365	6 466	Andel tilknyttet selskap	5	6 466	10 365
-115	-108	Rentekostnad		-7 090	-10 037
-1 631	-10 551	Andre finanskostnader		-243 626	-193 912
<b>635 956</b>	<b>756 481</b>	<b>Sum finansinntekter / -kostnader</b>		<b>179 957</b>	<b>184 701</b>
<b>625 773</b>	<b>745 800</b>	<b>Resultat før skattekostnad</b>		<b>1 164 584</b>	<b>1 174 023</b>
-12 631	-46 309	Skattekostnad	13	-269 944	-233 962
<b>613 142</b>	<b>699 491</b>	<b>Årets resultat</b>		<b>894 640</b>	<b>940 061</b>
		<b>Overføringer:</b>			
0	0	- Minoritetens andel av resultatet		-69 816	-18 454
0	0	- Avsatt utbytte		-51 260	-116 249
-613 142	-699 491	- Overføres annen egenkapital		-773 564	-805 358
<b>-613 142</b>	<b>-699 491</b>	<b>Netto</b>		<b>-894 640</b>	<b>-940 061</b>

# Balanse - Eiendeler

Morselskap (1.000 kr)

Konsern (1.000 kr)

31.12.2013	31.12.2014	Anleggsmidler	Noter	31.12.2014	31.12.2013
		<b>Immaterielle eiendeler</b>			
		Ervrevet goodwill	4	58 150	0
584	68	Utsatt skattefordel	13	55 699	39 818
<b>584</b>	<b>68</b>	<b>Sum immaterielle eiendeler</b>		<b>113 849</b>	<b>39 818</b>
		<b>Varige driftsmidler</b>			
329	312	Inventar, maskiner etc.	4	36 515	31 780
		<b>Finansielle anleggsmidler</b>			
430 854	490 854	Aksjer i datterselskap	5	0	0
21 878	27 524	Aksjer i tilknyttet selskap	5	27 524	21 878
53 700	53 700	Andre verdipapirer	6	60 900	56 419
403	306	Andre langsiktige fordringer	7	16 281	1 688
264	233	Premiefond	8	612	774
<b>507 099</b>	<b>572 617</b>	<b>Sum finansielle anleggsmidler</b>		<b>105 317</b>	<b>80 759</b>
<b>508 012</b>	<b>572 997</b>	<b>Sum anleggsmidler</b>		<b>255 681</b>	<b>152 357</b>
		<b>Omløpsmidler</b>			
		<b>Fordringer</b>			
0	0	Kundefordringer		691 612	1 296 543
39 416	40 061	Andre fordringer	9	286 650	261 733
<b>39 416</b>	<b>40 061</b>	<b>Sum fordringer</b>		<b>978 262</b>	<b>1 558 276</b>
		<b>Investeringer</b>			
3 541 802	4 266 668	Verdipapirer	10	4 986 326	4 257 113
<b>3 541 802</b>	<b>4 266 668</b>	<b>Sum investeringer</b>		<b>4 986 326</b>	<b>4 257 113</b>
121 214	68 796	Bankinnskudd	11	2 059 567	1 575 077
<b>3 702 432</b>	<b>4 375 525</b>	<b>Sum omløpsmidler</b>		<b>8 024 155</b>	<b>7 390 466</b>
<b>4 210 444</b>	<b>4 948 522</b>	<b>Sum eiendeler</b>		<b>8 279 836</b>	<b>7 542 823</b>

# Balanse - Egenkapital og gjeld

Morselskap (1.000 kr)

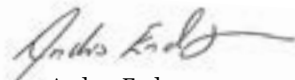
Konsern (1.000 kr)


31.12.2013	31.12.2014	EGENKAPITAL	Noter	31.12.2014	31.12.2013
		<b>Innskutt egenkapital</b>			
22 000	22 000	Aksjekapital		22 000	22 000
50 138	50 138	Overkurs		0	0
<b>72 138</b>	<b>72 138</b>	<b>Sum innskutt egenkapital</b>		<b>22 000</b>	<b>22 000</b>
		<b>Opptjent egenkapital</b>			
4 123 793	4 823 284	Annen egenkapital		5 618 036	4 835 797
<b>4 123 793</b>	<b>4 823 284</b>	<b>Sum opptjent egenkapital</b>		<b>5 618 036</b>	<b>4 835 797</b>
		<b>Minoritetsinteresser</b>		<b>184 313</b>	<b>112 421</b>
<b>4 195 931</b>	<b>4 895 422</b>	<b>Sum egenkapital</b>	<b>12</b>	<b>5 824 349</b>	<b>4 970 218</b>
		<b>GJELD</b>			
		<b>Avsetning for forpliktelser</b>			
0	0	Pensjonsforpliktelser	8	4 039	4 465
0	0	Andre langsiktige forpliktelser	4	3 016	6 032
0	0	Utsatt skatt	13	374	399
<b>0</b>	<b>0</b>	<b>Sum avsetning for forpliktelser</b>		<b>7 429</b>	<b>10 896</b>
		<b>Langsiktig gjeld</b>			
0	0	Kapitalinnskudd stille deltakere		25 742	25 367
<b>0</b>	<b>0</b>	<b>Sum langsiktig gjeld</b>		<b>25 742</b>	<b>25 367</b>
		<b>Kortsiktig gjeld</b>			
4 241	7 707	Annen kortsiktig gjeld	9	2 064 972	2 160 513
0	0	Finansielle instrumenter	10	0	1 744
10 176	45 301	Betalbar skatt	13	268 296	229 895
0	0	Utbytte		51 260	116 249
96	92	Skyldige offentlige avgifter		37 788	27 941
<b>14 513</b>	<b>53 100</b>	<b>Sum kortsiktig gjeld</b>		<b>2 422 316</b>	<b>2 536 342</b>
<b>14 513</b>	<b>53 100</b>	<b>Sum gjeld</b>		<b>2 455 487</b>	<b>2 572 605</b>
<b>4 210 444</b>	<b>4 948 522</b>	<b>Sum egenkapital og gjeld</b>		<b>8 279 836</b>	<b>7 542 823</b>


Oslo, 12. mars 2015

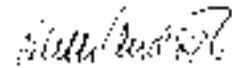

 Bjørn Gabriel Reed (styreformann)


 Ole Henrik Bjøfge


 Anders Endreson


 Svein Støle (styremedlem/adm.dir)


 Petter W. Borg


 Mette Andersen

# Kontantstrømoppstilling

Morselskap (1.000 kr)

Konsern (1.000 kr)

2013	2014		2014	2013
<b>Kontantstrøm fra operasjonelle aktiviteter:</b>				
625 773	745 800	Ordinært resultat før skattekostnad	1 164 584	1 174 023
-37	-10 668	Periodens betalte skatt	-247 449	-155 434
17	17	Ordinære avskrivninger	20 123	13 305
-44 627	45 712	Verdipapirregulering	48 566	-53 004
-9	31	Nettoendring pensjoner uten kontanteffekt	-264	4 052
-2 800	0	Andre poster uten kontanteffekt	8 961	0
-10 365	-6 466	Resultatandel tilknyttet selskap	-6 466	-10 365
2 555	-645	Endring i fordringer	580 014	-345 869
396	3 462	Endring i andre gjeldsposter	-87 438	347 299
<b>570 903</b>	<b>777 243</b>	<b>Netto kontantstrøm fra operasjonelle aktiviteter</b>	<b>1 480 631</b>	<b>974 007</b>
<b>Kontantstrøm fra investeringsaktiviteter:</b>				
0	0	Utbetaling ved kjøp av varige driftsmidler	-19 567	-13 129
-499 908	-770 578	Netto kontantstrøm kortsiktige investeringer	-777 779	-497 724
-147	-60 000	Utbetaling ved kjøp av finansielle anleggsmidler	-85 531	-2 756
3 394	917	Innbetaling fra investering i finansielle anleggsmidler	820	2 450
<b>-496 661</b>	<b>-829 661</b>	<b>Netto kontantstrøm fra investeringsaktiviteter</b>	<b>-882 057</b>	<b>-511 159</b>
<b>Kontantstrøm fra finansieringsaktiviteter</b>				
0	0	Utbetaling av utbytte	-116 249	-72 920
0	0	Endring langsiktig forpliktelse og gjeld	375	-49 704
0	0	Ut-/innbetaling av egenkapital til/fra minoriteter	1 790	-729
<b>0</b>	<b>0</b>	<b>Netto kontantstrøm fra finansieringsaktiviteter</b>	<b>-114 084</b>	<b>-123 353</b>
74 242	-52 418	Netto endring i bankinnskudd	484 490	339 495
46 972	121 214	Beholdning av bankinnskudd pr. 01.01	1 575 077	1 235 582
<b>121 214</b>	<b>68 796</b>	<b>Beholdning av bankinnskudd pr. 31.12</b>	<b>2 059 567</b>	<b>1 575 077</b>

# Noter til regnskapet

## Note 1 Konsernforhold

- **Pareto AS** eier 75,0 % i Pareto Securities AS, 82,9 % i Pareto Project Finance, 83,2 % i Pareto Forvaltning AS, 100 % i Pareto Bassøe Shipbrokers AS, 100 % i Pareto Commodity AS, 100 % i Pareto JGO Shipbrokers AS, 100 % i Pareto Forsikringsmegling AS, 100 % i Pareto Wealth Management AS, 100 % i Gazza Eiendom AS, 100 % i Pareto Online AS, 100 % i Pareto Nordic Investments AS og 100 % i Vilfredo Kapitalforvaltning AS.
- **Pareto Securities AS** eier 100 % i Pareto Securities AB, 100 % i Pareto Securities Inc, 100 % i Pareto Securities Pte Ltd, 100 % i Pareto Securities Oy, 100 % i Pareto Securities Representação Ltda, 100 % i Pareto Securities Ltd, 100 % i Pareto Securities Pty Ltd, 87 % i Pareto Offshore og 60 % i North Atlantic Seafood Forum AS.
- **Pareto Project Finance AS** eier 100 % i Pareto Business Management AS, Pareto Eiendom AS, Pareto Maritime Services AS og Pareto Project (Asia) Pte Ltd.
- **Pareto Bassøe Shipbrokers AS** eier 100 % i P.F.Bassøe AS og Pareto Dry Cargo AS.
- **Pareto Commodity AS** eier 100 % i Pareto Commodity Consulting AS.
- **Pareto Forsikringsmegling AS** eier 100 % i Pareto Forsikringsrådgivning AS.
- **Pareto JGO Shipbrokers AS** eier 100 % i Derrick Offshore Ltd.

### Konsolideringsprinsipper

Investering i datterselskaper er vurdert til anskaffelseskost. Kostprisen for aksjene i datterselskapene er i konsernregnskapet eliminert mot egenkapitalen i datterselskapene på kjøpstidspunktet. Interne transaksjoner mellom selskapene samt fordringer og gjeld pr. 31. desember er eliminert i konsern regnskapet. Datterselskapers investering i selskaper som er hovedmann i indre selskaper hvor hovedmannen har en mindre eierandel, for eksempel 1 prosent, er vurdert til anskaffelseskost i konsernregnskapet.

### Regnskapsprinsipper

Årsregnskapet er utarbeidet i samsvar med regnskapslovens bestemmelser. Inntekter regnskapsføres når de er opptjent og når krav på vederlag oppstår. Inntekter regnskapsføres med verdien av vederlaget på transaksjonstidspunktet.

Eiendeler bestemt til varig eie eller bruk er klassifisert som anleggsmidler. Andre eiendeler er klassifisert som omløpsmidler. Fordringer som skal tilbakebetales innen et år, er klassifisert som omløpsmidler. Ved klassifisering av kortsiktig og langsiktig gjeld er tilsvarende kriterier lagt til grunn.

Anleggsmidler vurderes til anskaffelseskost, men nedskrives til virkelig verdi når verdifallet forventes ikke å være forbigående. Anleggsmidler med begrenset økonomisk levetid avskrives planmessig. Langsiktig lån balanseføres til nominelt mottatt beløp på etableringstidspunktet.

Investeringer i selskaper hvor selskapet eier fra 20 til 50 prosent og har betydelig innflytelse, behandles etter egenkapitalmetoden.

Omløpsmidler vurderes til laveste av anskaffelseskost og virkelig verdi. Kortsiktig gjeld balanseføres til nominelt mottatt beløp på etableringstidspunktet. Kortsiktig gjeld oppskrives ikke til virkelig verdi som følge av rentendring.

Enkelte poster er vurdert etter andre prinsipper som det redegjøres for nedenfor.

De operative datterselskapene er hovedmenn i respektive indre selskaper. Regnskapene til de indre selskapene innarbeides brutto i hovedmennenes regnskaper. Stille deltakers andel av resultat i de indre selskapene er kostnadsført som henholdsvis personalkostnad og andre finanskostnader. Gjeld til stille deltakere inngår i annen kortsiktig gjeld.

Avsetning til tap gjøres på grunnlag av en individuell vurdering av de enkelte fordringer. I tillegg gjøres det for øvrige kundefordringer en avsetning for å dekke antatt tap.

Finansielle instrumenter som inngår i handelsporteføljen og omsettes i et effektivt marked, vurderes til virkelig verdi på balansedagen. Andre finansielle instrumenter vurderes til det laveste av gjennomsnittlig anskaffelseskost og virkelig verdi på balansedagen.

Selskapene i konsernet etablerte en innskuddsbasert pensjonsordning i 2006. Innskuddsplaner periodiseres etter sammenstillingsprinsippet.

Skattekostnaden sammenstilles med regnskapsmessig resultat før skatt. Skatt knyttet til egenkapital-transaksjoner føres mot egenkapitalen. Skattekostnaden består av betalbar skatt, endring i utsatt skatt og refusjonskrav i henhold til skatteloven.

Pengeposter i utenlandsk valuta omregnes til balansedagens kurs.

# Noter til regnskapet

## Note 2 Driftsinntekter konsern

(1.000 kr)

	2014	2013
Megling/corporate finance	2 029 412	1 983 569
Forvaltning/forretningsførsel	482 449	501 642
<b>Sum driftsinntekter</b>	<b>2 511 861</b>	<b>2 485 211</b>

## Note 3 Lønnskostnader, antall ansatte, godtgjørelser m.m.

(1.000 kr)

	Morselskap		Konsern	
	2014	2013	2014	2013
Lønn, feriepenger, folketrygdavgift	1 793	1 895	457 439	357 102
Resultatavhengig godtgjørelse	6 765	3 366	653 432	757 508
Pensjon og andre personalkostnader	260	2 091	58 988	47 544
<b>Sum</b>	<b>8 818</b>	<b>7 352</b>	<b>1 169 859</b>	<b>1 162 154</b>
Antall årsverk	4	4	609	569

Arbeidsgodtgjørelse til daglig leder for 2014 utgjør NOK 3.500.000. Det er avsatt NOK 250.000 i godtgjørelse til styret i morselskapet. Det er avsatt NOK 1.530.000 i godtgjørelse til styrene i datterselskapene.

Godtgjørelse til Deloitte AS for revisjon utgjør NOK 142.000 for morselskapet og NOK 2.537.000 for konsernet. Godtgjørelse for andre attestasjonstjenester utgjør NOK 24.000 for morselskapet og NOK 1.749.000 for konsernet. Godtgjørelsene er eksklusiv merverdiavgift.

## Note 4 Varige driftsmidler

	Morselskap		Konsern	
	Inventar, IT	Inventar, IT	Goodwill	Badwill
Anskaffelseskost 01.01	388	207 264	0	-15 080
Tilgang i året	0	19 196	66 457	0
Avgang i året	0	690	0	0
<b>Anskaffelseskost 31.12</b>	<b>388</b>	<b>225 770</b>	<b>66 457</b>	<b>-15 080</b>
Akk. avskrivninger 01.01	59	175 485	0	-9 048
Avgang i året	0	1 062	0	0
Årets avskrivninger	17	14 832	8 307	-3 016
<b>Akk. avskrivninger 31.12</b>	<b>76</b>	<b>189 255</b>	<b>8 307</b>	<b>-12 064</b>
Bokført verdi 31.12	312	36 515	58 150	-3 016
Økonomisk levetid	3-6 år	2-7 år	3 år	5 år
Avskrivningsplan	Lineær	Lineær	Lineær	Lineær

Morselskapet har inngått 10 års leieavtale som opphører 13. juli 2020 for lokalene i Dr. Maudsgate 1-3. Årslie eksklusiv felleskostnader er ca. NOK 20,5 mill.



# Noter til regnskapet

## Note 5 Aksjer i datterselskap

(1.000 kr)

Selskap	Kontor	Eier- og stemmeandel	Bokført verdi pr. 31.12.
Pareto Securities AS	Oslo	75,0 %	50 728
Pareto Project Finance AS	Oslo	82,9 %	30 125
Pareto Forvaltning AS	Oslo	83,2 %	15 443
Pareto Bassøe Shipbrokers AS	Oslo	100,0 %	40 600
Pareto JGO Shipbrokers AS	Kristiansand	100,0 %	108 500
Gazza Eiendom AS	Oslo	100,0 %	23 906
Pareto Commodity AS	Oslo	100,0 %	52 205
Pareto Wealth Management AS	Oslo	100,0 %	74 739
Pareto Nordic Investments AS	Oslo	100,0 %	16 193
Pareto Online AS	Oslo	100,0 %	35 220
Pareto Forsikringsmegling AS	Oslo	100,0 %	20 423
Vilfredo Kapitalforvaltning AS	Oslo	100,0 %	22 772
			<b>490 854</b>

## Aksjer i tilknyttet selskap

(1.000 kr)

Selskap	Fondsforvaltning Oslo	Odin Marine New York	Sum tilknyttet selskap
<b>Kontorkommune Eierandel Pareto</b>	<b>35,0 %</b>	<b>35–41 %</b>	
Anskaffelseskost	40 001	30 906	
EK kjøpstidspunkt	23 939	10 540	
Goodwill ved kjøp	16 062	20 366	
IB 01.01	7 189	14 689	21 878
Andel årets resultat	1 115	5 351	6 466
Mottatt utbytte	-820	0	-820
		0	
UB 31.12	7 484	20 040	27 524

## Note 6 Andre aksjer/obligasjoner

Andre verdipapirer i morselskap	Antall	Kostpris	Bokført verdi
Pareto Bank ASA	127 500	53 700	53 700
<b>Sum andre verdipapirer i morselskap</b>		<b>53 700</b>	<b>53 700</b>
Andre verdipapirer i datterselskaper		7 200	7 200
<b>Sum andre verdipapirer i konsern</b>		<b>60 900</b>	<b>60 900</b>

Aksjene vurderes å ha en verdi som minst tilsvare bokført verdi.

# Noter til regnskapet

## Note 7

Morselskapet har gitt et rentebærende lån til ansatte/partnere i datterselskapene med utestående saldo NOK 306.063 pr. 31.12.2014.

## Note 8 Pensjoner

Konsernet har en innskuddsbasert pensjonsordning etter lov om obligatorisk tjenstepensjon. Innskuddspremie for år 2014 utgjør NOK 31.000 for morselskapet og NOK 5.832.000 for konsernet.

Et datterselskap har to usikrede pensjonsavtaler og forpliktelsen er avsatt i balansen med NOK 4.039.000 pr. 31.12.2014. Beregningen av avsetningen er basert på vanlig benyttede forutsetninger innen forsikring.

## Note 9

Morselskapet har fordringer på NOK 36.151.484 mot konsernselskaper.

Morselskapet har gjeld på NOK 106.853 til konsernselskaper.

## Note 10 Verdipapirer

(1.000 kr)

<b>Verdipapirfond i morselskapet</b>	<b>Kostpris</b>	<b>Bokført verdi</b>
Rentefond	98 857	98 467
Direkte investeringsfond	114 804	86 578
Aksjefond	1 978 342	1 978 342
	2 192 003	2 163 387
<b>Andre verdipapirer i morselskap</b>		
Aksjer (NOK)	891 244	826 986
Aksjer (SEK)	66 626	66 626
Aksjer (EURO)	426 934	426 934
Aksjer (GBP)	78 558	68 463
Aksjer (CHF)	13 838	13 838
Aksjer (USD)	412 670	412 670
Obligasjoner	256 799	256 799
Andre verdipapirer	29 232	30 965
	2 175 901	2 103 281
<b>Sum verdipapirer i morselskapet</b>		<b>4 266 668</b>
<b>Verdipapirfond og andre verdipapirer i datterselskaper</b>		
Aksjer og andeler		141 404
Norske statsobligasjoner		89 597
Obligasjoner og sertifikater		189 885
Rentefond		156 310
Aksjefond		142 462
<b>Sum verdipapirer i datterselskaper</b>		<b>719 658</b>
<b>Sum verdipapirer i konsern</b>		<b>4 986 326</b>

# Noter til regnskapet

## Note 11 Bankinnskudd

Morselskapet har NOK 49.000 bundet på konto for skattetrekk. Av konsernets bankinnskudd utgjør bundne midler NOK 216.800.000 hvorav NOK 11.501.000 er bundet på konto for skattetrekk.

Innstående på klientkonti som tilhører kunder (klientmidler) er ikke oppført i selskapenes balanser.

## Note 12 Egenkapital

(1.000 kr)

Morselskapet	Aksjekapital	Overkurs	Annen egenkapital	Sum
Egenkapital pr. 01.01	22 000	50 138	4 123 793	4 195 931
Årets resultat			699 491	699 491
<b>Sum egenkapital pr. 31.12</b>	<b>22 000</b>	<b>50 138</b>	<b>4 823 284</b>	<b>4 895 422</b>

Konsernet	Aksjekapital	Annen egenkapital	Sum
Egenkapital pr. 01.01	22 000	4 948 218	4 970 218
Avsatt utbytte		-51 260	-51 260
Omregningsdifferanser datterselskap		8 961	8 961
Netto minoritetsinteresser		1 790	1 790
Årets resultat etter skatt		894 640	894 640
<b>Sum egenkapital pr. 31.12</b>	<b>22 000</b>	<b>5 802 349</b>	<b>5 824 349</b>

Aksjekapitalen er pr. 31.12 på NOK 22.000.000 fordelt på 44.000 aksjer à NOK 500.

	Antall aksjer	Eier- og stemmeandel
Svein Støle	35 000	79,5%
Skoghøy Invest AS / Anders Endreson	6 000	13,6%
Svele AS / Svein Støle	3 000	6,8%
	44 000	100,0%

Det er to aksjeklasser, hvor aksjene eiet av Svele AS betegnes som B-aksjer og gis fortrinnsrett til utbytte etter generalforsamlingens nærmere beslutning.

# Noter til regnskapet

## Note 13 Skatter

(1.000 kr)

Morselskap

Konsern

2013	2014		2014	2013
625 773	745 800	Resultat før skatter	1 164 584	1 174 023
-586 289	-570 570	Permanente forskjeller	-145 535	-259 970
1 442	-1 910	Endring midlertidige forskjeller	62 423	-18 872
<b>40 926</b>	<b>173 320</b>	<b>Årets skattegrunnlag</b>	<b>1 081 472</b>	<b>895 181</b>
11 459	46 796	Betalbar skatt	287 679	241 573
-1 283	-1 495	Forskuddsbetalt skatt/kildeskatt	-19 383	-11 678
<b>10 176</b>	<b>45 301</b>	<b>Sum betalbar skatt</b>	<b>268 296</b>	<b>229 895</b>
		<b>Spesifikasjon av midlertidige forskjeller</b>		
-2 309	-390	Omløpsmidler	-32 575	-10 213
246	217	Driftsmidler	-131 515	-98 453
-99	-79	Immaterielle eiendeler	-6 199	-7 745
0	0	Rest underskudd til fremføring	-35 818	-21 272
<b>-2 162</b>	<b>-252</b>	<b>Grunnlag for beregning av utsatt skattefordel /skatt</b>	<b>-206 107</b>	<b>-137 683</b>
-584	-68	27% utsatt skattefordel/utsatt skatt	-55 325	-39 419
		<b>Årets skattekostnad</b>		
12 975	45 301	Betalbar skatt	286 184	243 089
38	492	Korrigert skatt tidligere år	-332	796
-382	516	Endring i utsatt skattefordel /skatt	-15 908	-9 923
<b>12 631</b>	<b>46 309</b>	<b>Skattekostnad</b>	<b>269 944</b>	<b>233 962</b>
2,0 %	6,2 %	Effektiv skattesats	23,2 %	19,9 %
		<b>Avstemming fra nominell til faktisk skattekostnad</b>		
175 216	201 366	Forventet skattekostnad etter nominell sats	314 438	328 726
-161 301	-154 054	Permanente forskjeller	-39 823	-71 358
-1 284	-1 003	Andre poster	-4 671	-23 406
<b>12 631</b>	<b>46 309</b>	<b>Skattekostnad</b>	<b>269 944</b>	<b>233 962</b>

# Noter til regnskapet

## Note 14

DNB har stillet garantier for datterselskap og deres deltakelse i verdipapiroppjøret overfor Norges Bank med NOK 100 mill. Som sikkerhet for garantiene er stillet første prioritets factoringpant i fordringer, samt pant i kortsiktige verdipapirer.

Pareto Securities AS har avgitt erklæring til Monetary Authority of Singapore om dekning av eventuelle forpliktelser for datterselskapet Pareto Securities Asia Pte Ltd begrenset oppad til SGD 12 mill.

## Note 15

Morselskapet er eksponert for kursendringer på egne verdipapirer. Datterselskapene har i tillegg risiko knyttet til egenhandel, market making og oppgjør fra kunder.

Den finansielle markedsrisikoen for datterselskapenes virksomheter styres gjennom regler i aksjeloven, verdipapirhandelsloven og forskrift om risikostyring og internkontroll fastsatt av Finanstilsynet.

## Note 16 Nærstående parter

Svein Støle er kontrollerende eier i morselskapet Pareto AS. Det er ingen transaksjoner med kontrollerende eier.

Salg av tjenester til øvrige konsernselskaper	49 195
Kjøp av tjenester fra øvrige konsernselskaper	3 761

Transaksjoner med nærstående parter er gjennomført til markedsmessige priser og betingelser. Beløpene inkluderer gruppeintern viderefaktureringskostnader fra eksterne leverandører.



Deloitte AS  
 Dronning Eufemias gate 14  
 Postboks 221 Sentrum  
 NO-0103 Oslo  
 Norway  
 Tlf: +47 23 27 90 00  
 Faks: +47 23 27 90 01  
 www.deloitte.no

Til generalforsamlingen i Pareto AS

## REVISORS BERETNING

### Uttalelse om årsregnskapet

Vi har revidert årsregnskapet for Pareto AS som består av selskapsregnskap, som viser et overskudd på kr 699.491.000, og konsernregnskap, som viser et overskudd på kr 894.640.000. Selskapsregnskapet og konsernregnskapet består av balanse per 31. desember 2014, og resultatregnskap og kontantstrømoppstilling for regnskapsåret avsluttet per denne datoen, og en beskrivelse av vesentlige anvendte regnskapsprinsipper og andre noteopplysninger.

#### *Styret og daglig leders ansvar for årsregnskapet*

Styret og daglig leder er ansvarlig for å utarbeide årsregnskapet og for at det gir et rettviseende bilde i samsvar med regnskapslovens regler og god regnskapsskikk i Norge, og for slik intern kontroll som styret og daglig leder finner nødvendig for å muliggjøre utarbeidelsen av et årsregnskap som ikke inneholder vesentlig feilinformasjon, verken som følge av misligheter eller feil.

#### *Revisors oppgaver og plikter*

Vår oppgave er å gi uttrykk for en mening om dette årsregnskapet på bakgrunn av vår revisjon. Vi har gjennomført revisjonen i samsvar med lov, forskrift og god revisjonsskikk i Norge, herunder International Standards on Auditing. Revisjonsstandardene krever at vi etterlever etiske krav og planlegger og gjennomfører revisjonen for å oppnå betryggende sikkerhet for at årsregnskapet ikke inneholder vesentlig feilinformasjon.

En revisjon innebærer utførelse av handlinger for å innhente revisjonsbevis for beløpene og opplysningene i årsregnskapet. De valgte handlingene avhenger av revisors skjønn, herunder vurderingen av risikoene for at årsregnskapet inneholder vesentlig feilinformasjon, enten det skyldes misligheter eller feil. Ved en slik risikovurdering tar revisor hensyn til den interne kontrollen som er relevant for selskapets utarbeidelse av et årsregnskap som gir et rettviseende bilde. Formålet er å utforme revisjonshandlinger som er hensiktsmessige etter omstendighetene, men ikke for å gi uttrykk for en mening om effektiviteten av selskapets interne kontroll. En revisjon omfatter også en vurdering av om de anvendte regnskapsprinsippene er hensiktsmessige og om regnskapsestimatenes utarbeidelse av ledelsen er rimelige, samt en vurdering av den samlede presentasjonen av årsregnskapet.

Etter vår oppfatning er innhentet revisjonsbevis tilstrekkelig og hensiktsmessig som grunnlag for vår konklusjon.

#### *Konklusjon*

Etter vår mening er årsregnskapet avgitt i samsvar med lov og forskrifter og gir et rettviseende bilde av selskapet og konsernet Pareto AS' finansielle stilling per 31. desember 2014 og av deres resultater og kontantstrømmer for regnskapsåret som ble avsluttet per denne datoen i samsvar med regnskapslovens regler og god regnskapsskikk i Norge.

Deloitte refers to one or more of Deloitte Touche Tohmatsu limited, a UK private company limited by guarantee, and its network of member firms, each of which is a legally separate and independent entity. Please see [www.deloitte.com/uk/en/about](http://www.deloitte.com/uk/en/about) for a detailed description of the legal structure of Deloitte Touche Tohmatsu limited and its member firms.

Registrert i Foretaksregisteret  
 Medlemmer av Den norske Revisorforening  
 Organisasjonsnummer: 980 211 282

**Uttalelse om øvrige forhold***Konklusjon om årsberetningen*

Basert på vår revisjon av årsregnskapet som beskrevet ovenfor, mener vi at opplysningene i årsberetningen om årsregnskapet, forutsetningen om fortsatt drift og forslaget til anvendelse av overskuddet er konsistente med årsregnskapet og er i samsvar med lov og forskrifter.

*Konklusjon om registrering og dokumentasjon*

Basert på vår revisjon av årsregnskapet som beskrevet ovenfor, og kontrollhandlinger vi har funnet nødvendig i henhold til internasjonal standard for attestasjonsoppdrag (ISAE) 3000 «Attestasjonsoppdrag som ikke er revisjon eller forenklet revisorkontroll av historisk finansiell informasjon», mener vi at ledelsen har oppfylt sin plikt til å sørge for ordentlig og oversiktlig registrering og dokumentasjon av selskapets regnskapsopplysninger i samsvar med lov og god bokføringsskikk i Norge.

Oslo, 13. mars 2015  
Deloitte AS



Jørn Borchgrevink  
statsautorisert revisor

 Pareto

Dronning Mauds gate 3  
Postboks 1396 Vika, 0114 Oslo  
Telefon 22 87 87 00  
[www.pareto.no](http://www.pareto.no)