



ARCTIC ALTERNATIVE INVESTMENTS MANAGEMENT AS
Postboks 1833 Vika
0123 OSLO

VÅR REFERANSE
22/13592

DERES REFERANSE

DATO
29.06.2023

Vedtak om pålegg om retting

1. Innledning

Det vises til brev datert 30. mars 2023 der det ble varslet om at Finanstilsynet vurderte å pålegge Arctic Alternative Investments Management AS (Foretaket) å iverksette nødvendige tiltak for å sikre gjenoppretting av likebehandling av andelseiere i det alternative investeringsfondet Lysaker Park Invest I AS (Fondet). Varselet var foranlediget av Finanstilsynets undersøkelser i forbindelse med Foretakets søknad om å markedsføre Fondet til ikke-profesjonelle investorer av 29. november 2022. Det var vesentlige mangler ved søknaden, og det var derfor ikke grunnlag for å gi tillatelse. Markedsføringssøknaden, som ble avslått ved brev til Foretaket 30. mars 2023, er påklaget.

Utover Foretakets tilsvare ved brev fra Advokatfirmaet Schjødt AS 28. april 2023 vises det til korrespondansen mellom Finanstilsynet og Foretaket knyttet til markedsføringssøknaden og øvrig kommunikasjon, herunder møter avholdt 18. januar 2023 og 25. april 2023.

2. Manglende etterlevelse av sentrale krav ved gjennomføring av kapitalforhøyelse – enkelte innledende bemerkninger

Finanstilsynets vurdering er at Foretaket har brutt sentrale krav i AIF-loven med forskrifter i forbindelse med den gjennomførte emisjonen rettet mot de profesjonelle investorene. Den planlagte reparasjonsemisjonen rettet mot Fondets ikke-profesjonelle investorer, er ikke et tilstrekkelig tiltak for å oppveie for de overtredelser som har funnet sted. Finanstilsynet pålegger dermed Foretaket å gjennomføre retting i medhold av AIF-loven slik at andelseiernes interesser blir ivaretatt.

Et vesentlig brudd er at det i forkant av kapitalforhøyelsen ikke ble foretatt en korrekt og pålitelig beregning av Fondets eiendeler og netto andelsverdi i tråd med de krav som følger av AIF-loven § 3-10 med forskrifter. Foretakets retningslinjer for verdifastsettelse hadde vesentlige mangler sett opp mot de minimumskrav som stilles for å sikre korrekt verdsettelse. Foretaket sørget blant annet ikke for å foreta kontroller basert på alle relevante kilder, eller gjøre en rimelighetsvurdering av innhentede data. Retningslinjene var heller ikke tilpasset det konkrete fondet og tok ikke hensyn til at Fondets eiendeler var aksjer i et underliggende selskap.

Ved kapitalforhøyelsen i Lysaker Park Invest I AS i oktober 2022 ble verdien av Fondets eiendeler og netto andelsverdi fastsatt på bakgrunn av en verdivurdering av underliggende eiendom utført av Newsec datert 31. august 2023. Nye aksjer ble tilbudt Fondets profesjonelle investorer med en rabatt som i tegningsmaterialet var opplyst å tilsvare 88 prosent av beregnet netto andelsverdi. Slik Finanstilsynet forstår det, anfører Foretaket i ettertid, og som ledd i denne saken, at det likevel ikke var tale om en rabatt, men at emisjonskursen tilsvarte aksjenes markedsverdi. Ved fastsettelse av

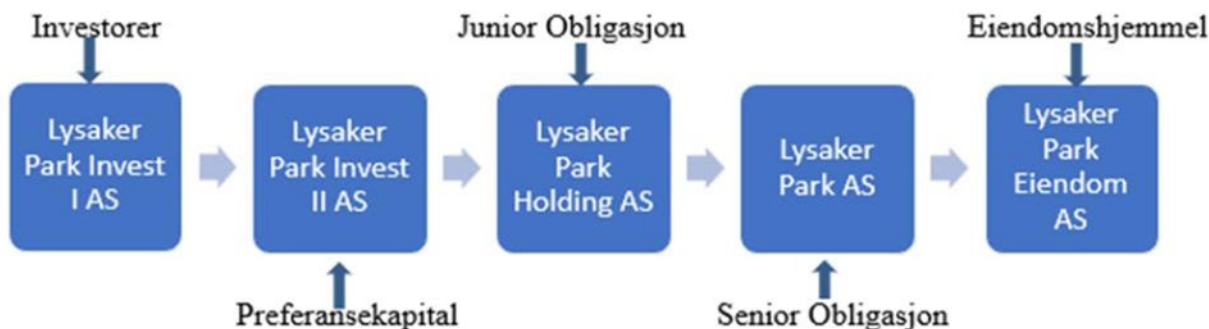
emisjonskursen er det tatt hensyn til faktorer som markedsutvikling, likviditet, refinansieringsrisiko o.l. på emisjonstidspunktet. Finanstilsynet viser til at flere av de forholdene som Foretaket vektla ved fastsettelse av emisjonskursen, er forhold som regelverket forutsetter skulle vært hensyntatt ved verdsettelsen av Fondets eiendeler og ved beregningen av netto andelsverdi.

Når netto andelsverdi ikke beregnes på et korrekt og fullstendig grunnlag, vil verdien være upålitelig, og det vil derfor ikke kunne fastslås at netto andelsverdi representerer virkelig verdi. Dersom netto andelsverdi ikke representerer virkelig verdi, vil emisjonen være markedsført på feilaktig grunnlag. Dersom netto andelsverdi alternativt skulle reflektere Fondets virkelige verdi, vil et tilbud om tegning til 88 prosent rabatt innebære en verdimeslig utvanning av andelseiere som ikke tegner seg, og påføre disse en vesentlig ulempe. En slik forskjellsbehandling anses i strid med kravet til god forretningsskikk og likebehandling av andelseierne. Det vises her også til de særlige krav til investorbeskyttelse som gjelder når alternative investeringsfond skal markedsføres til ikke profesjonelle investorer, herunder at en investering i fondet skal være egnet for den enkelte. Dersom emisjonskursen settes betydelig lavere enn en korrekt fastsatt netto andelsverdi, vil dette legge et urimelig press på andelseierne til å tegne seg. Et slikt press anses uforenlig med de krav som stilles for at slike fond skal kunne markedsføres til ikke-profesjonelle investorer. Uansett hva som er tilfellet i denne saken, var gjennomføringen av emisjonen i strid med de lovkrav som gjelder for forvaltere av alternative investeringsfond.

3. Sakens bakgrunn

Eiendomssyndikatet Lysaker Park ble etablert i 2016 med Arctic Securities AS som tilrettelegger. Den initielle kapitalinnhenting fant sted i 2017.

Syndikatet ble opprettet for å erverve eiendommen Professor Kohts vei 15-17 i Bærum kommune, og investeringsmuligheten ble markedsført til så vel profesjonelle som ikke-profesjonelle kunder. Det ble hentet inn MNOK 314 gjennom utstedelse av 1 000 ordinære aksjer i Fondet og MNOK 223 gjennom tegning av preferanseaksjer i Lysaker Park Invest II AS. Preferanseaksjene har blant annet særskilte rettigheter knyttet til utbytte. For å finansiere kjøpet ble det også tatt opp to obligasjonslån på hhv. MNOK 223 (av Lysaker Park Holding AS) og MNOK 1 446 (av Lysaker Park AS).



Verken Fondet eller Lysaker Park Invest II AS ble klassifisert som alternative investeringsfond på etableringstidspunktet. Foretaket opplyste i brev datert 21. januar 2023 at klassifikasjonen ble vurdert på ny etter at Finanstilsynet publiserte rundskriv 9/2019 "Definisjonen av alternative investeringsfond og prosjektfinansieringsselskaper", og det ble da lagt til grunn at de to selskapene oppfylte definisjonen i AIF-loven § 1-2 bokstav a. Ettersom det på dette tidspunktet ble antatt at fondene ikke ville innhente ytterligere kapital, ble det på bakgrunn av uttalelser i rundskrivet lagt til

grunn at fondene kunne videreføres uten at det ble utpekt en forvalter i henhold til AIF-loven. Finanstilsynet kan ikke se at fondene representerer grensetilfeller som skulle tilsi at det var vanskelig å klassifisere fondene korrekt i henhold til AIF-loven fra etableringstidspunktet, men siden dette ikke er et forhold som Foretaket kan bebreides for, går Finanstilsynet ikke nærmere inn på dette i det følgende.

Foretaket har opplyst at utviklingen i kredittmarkedene medførte at Lysaker Park Invest I AS høsten 2022 anså det som overveiende sannsynlig at det måtte gjennomføres en egenkapitalemisjon. Det ble i den anledning foretatt en fornyet vurdering av de regulatoriske aspektene og konkludert med at emisjonen ikke kunne gjennomføres uten at det ble utpekt en forvalter for Lysaker Park Invest I AS, og at de nødvendige markedsføringstillatelser forelå. Lysaker Park Invest I AS utpekte deretter Arctic Alternative Investments Management AS som forvalter for fondet. Foretaket påtok seg oppdraget etter styremøte avholdt 20. oktober 2022.

Foretaket har videre opplyst at det som følge av tidsnød for refinansiering ble besluttet å gjennomføre kapitalinnhenting i to transjer. Den første emisjonen ville være rettet mot Fondets profesjonelle investorer. Det skulle deretter gjennomføres en reparasjonsemisjon rettet mot de ikke-profesjonelle investorene. Bakgrunnen for oppdelingen var, etter det som er opplyst, at behandling av søknader om tillatelse til å markedsføre til ikke-profesjonelle erfaringsmessig ble antatt å ta noe lenger tid.

Fondet ble meldt for markedsføring til profesjonelle investorer i Norge den 28. oktober 2022, med et mål om å innhente MNOK 117,3. Den innhentede kapitalen skulle benyttes til å innfri junior obligasjonslånet og sette selskapet i stand til å refinansiere senior obligasjonslånet, samt drifte eiendommen. I meldingen var det opplyst at den verdijusterte egenkapitalen (VEK) per andel var NOK 402 896. VEK tok utgangspunkt i verddivurdering av eiendommen utført av Newsec 31. august 2022. Etter fradrag for latent skatt, fremmedfinansiering og preferanseaksjer ble resterende egenkapital delt på de 1 000 utstedte aksjene for å fastsette VEK per aksje. I meldingen var tegningskursen opplyst å være NOK 322 300 per andel, som var opplyst å tilsvare ca. 20 prosent rabatt på VEK per aksje. Finanstilsynet registrerte meldingen om markedsføring til profesjonelle investorer den 10. november 2022.

Den 18. november 2022 mottok Finanstilsynet en oppdatering av tidligere oversendt markedsføringsdokumentasjon knyttet til emisjonen. Tegningskursen var da endret til NOK 50 000, noe som ble opplyst å utgjøre en rabatt på VEK tilsvarende 88 prosent i emisjonen. Kapitalen som skulle innhentes, var videre økt til MNOK 160. Foretaket opplyste i brevet av 21. januar 2023 at det etter dialog med selskapets styre og tilrettelegger, Arctic Securities AS, ble vurdert som nødvendig å sette tegningskursen på dette nivået for å sette Fondet i stand til å innhente den påkrevde kapitalen. Emisjonen ble, etter det Finanstilsynet forstår, gjennomført kort tid etter.

Foretaket søkte den 29. november 2022 om tillatelse til å markedsføre Fondet til dets ikke-profesjonelle investorer. Ifølge Foretaket var det nødvendig å legge til rette for en reparasjonsemisjon, slik at de ikke-profesjonelle investorene ble gitt anledning til å tegne seg for nye aksjer på like vilkår som de profesjonelle investorene. I det oversendte informasjonsmemorandumet var VEK opplyst å være NOK 409 046 per aksje, som var noe høyere enn det som var opplyst i forkant av hovedemisjonen. Tegningskursen var tilsvarende som for emisjonen rettet mot de profesjonelle investorene, NOK 50 000.

Ved brev datert 30. mars 2023 av slo Finanstilsynet søknaden om tillatelse til å markedsføre Fondet til ikke-profesjonelle investorer. Samtidig varslet Finanstilsynet om mulig pålegg om retting for å sikre gjenoppretting av likebehandling av andelseierne i Fondet.

4. Finanstilsynets foreløpige vurdering i varsel om pålegg om retting

Sammenfattet var det Finanstilsynets foreløpige vurdering at Foretaket ikke hadde gjennomført en forsvarlig og korrekt verdiberegning ved emisjonen rettet mot de profesjonelle investorene i Fondet. Etter Finanstilsynets vurdering fremstod det som at utviklingen i eiendoms- og rentemarkedet i tiden etter Newsecs verdivurdering 31. august 2022 ikke var hensyntatt i verdsettelsen.

Det var videre Finanstilsynets vurdering at fastsettelse av emisjonskursen med en rabatt på 88 prosent av beregnet VEK fremstod å være løst fra Foretakets retningslinjer og modeller. At emisjonskursen ble presentert som en rabatt på 88 prosent av VEK indikerte etter Finanstilsynets foreløpige vurdering at VEK var vurdert for høy, og at markedsverdien av andelene i realiteten var betydelig lavere. På den annen side, dersom markedsverdien kun var 12 prosent av forvalters tidligere fastsatte VEK, vil markedsføring med en slik rabatt fremstå som klart misvisende overfor investorene.

For Finanstilsynet fremstod det videre uklart hvem som faktisk fastsatte tegningskursen, og om Foretaket hadde hatt tilstrekkelig kontroll og eierskap til prosessen.

Etter Finanstilsynets foreløpige vurdering medførte kapitalinnhenting til en lavere kurs enn beregnet netto_andelsverdi en risiko for forskjellsbehandling. Kapitalinnhenting til en vesentlig lavere kurs enn beregnet andelsverdi medførte etter Finanstilsynets syn et urimelig press på investorene til å delta i emisjonen. Investorer som ikke ville delta i emisjonen, eller investorer som ikke hadde økonomiske ressurser til å delta, risikerte ikke bare at deres forholdsmessige andel av Fondet ble redusert, men også en betydelig reduksjon av verdien på deres opprinnelige investering.

Finanstilsynet kunne ikke se at det var dokumentert at betingelsene for å kunne forskjellsbehandle investorene etter AIF-loven med forskrifter var oppfylt. Det var uansett tilsynets foreløpige vurdering at de ikke-profesjonelle investorene var påført en vesentlig ulempe ved at verdien av deres eksisterende investeringer var forringet, og at Foretaket på denne måten hadde utsatt de øvrige andelseierne for en urimelig forskjellsbehandling. Finanstilsynets vurdering var at Foretaket ikke kan ivareta kravet til god forretningsskikk og likebehandling på en måte som forutsetter at andelseierne må skyte inn ytterligere kapital gjennom en ny emisjon for å forhindre verdiforringelse. Foretaket kan heller ikke ta for gitt at en ny investering i Fondet vil være egnet for de ikke-profesjonelle investorene, når det eksempelvis, som her, har høy risiko og vil være lukket i opptil 13 år. Det ble vist til kravene til god forretningsskikk og egnethetsvurderinger i forbindelse med markedsføring av alternative investeringsfond til ikke-profesjonelle investorer. Uten en forsvarlig verdivurdering av Fondets eiendeler og netto andelsverdi manglet det også et forsvarlig grunnlag for å vurdere både rabatten og en mulig ny investering i Fondet.

Finanstilsynets foreløpige vurdering var derfor at Foretaket ved gjennomføring av hovedemisjonen hadde opptrådt i strid med kravene til god forretningsskikk og likebehandling av andelseierne. På denne bakgrunn sendte Finanstilsynet ved brev 30. mars 2023 Foretaket varsel om pålegg om retting for å sikre gjenoppretting av likebehandlingen av andelseierne i Fondet. Tiltak kunne

eksempelvis bestå i å betale andelseiere som ikke fikk tildelt andeler i emisjonen, kompensasjon basert på differansen mellom virkelig verdi av andelene på emisjonstidspunktet og tegningskursen i emisjonen.

5. Foretakets anførsler

Sammenfattet anfører Foretaket at både eiendomsverdi, VEK, netto andelsverdi og tegningspris/emisjonskurs er korrekt beregnet i den gjennomførte emisjonen mot profesjonelle investorer, og at det ikke er grunnlag for et pålegg om retting¹.

Foretaket viser til at emisjonskursen tilsvarte Fondets og aksjenes reelle markedsverdi på emisjonstidspunktet, og at det i dette ligger at ingen av de ikke-profesjonelle investorene har lidt noe økonomisk tap som følge av at de ikke fikk anledning til å delta i emisjonen rettet mot de profesjonelle. Det anføres at det er ingen forskjell mellom virkelig verdi av aksjene og tegningskursen, og følgelig er differansen mellom virkelig verdi av aksjene på emisjonstidspunktet og tegningskurs ifølge Foretaket lik 0.

Tegningskursen er ifølge Foretaket basert på relevante objektive holdepunkter og kriterier, og senere omsetning av aksjer i Fondet underbygger at tegningskursen var korrekt og markedsmessig. Ved fastsettelse av markedsprisen på aksjene benyttes alminnelige aksepterte prinsipper for verdsettelse av aksjer, der verdien i prinsippet skal tilsvare hva en rasjonell og uavhengig kjøper med full innsikt er villig til å betale for aksjene. Foretaket viser til at vurderingen av markedsprisen ble gjort ut fra flere kriterier, herunder beregnet netto andelsverdi basert på verddivurderingen fra ekstern verdsetter som referansepunkt, observerte markedsverdier for børsnoterte og unoterte eiendomsselskap i annenhåndsmarkedet og ved emisjoner, samt "implisitt" prising av eiendommen. Foretaket ser at fastsettelsen innebærer et element av skjønn, men den er likefullt basert på alminnelige verdsettelsesprinsipper. Foretaket viser også til at det var ansett som nødvendig å få gjennomført kapitalinnhenting for å unngå at Fondet kom i brudd i lånebetingelsene og eventuelt måtte meldt oppbud.

Hva gjelder beregning av verdi på Fondets eiendeler (eiendommen) viser Foretaket til at verken AIF-loven eller AIFMD oppstiller regler for hvordan verddivurdering skal gjennomføres, men pålegger Foretaket å ha rutiner for hvordan verddivurderingen foretas. Etter Foretakets rutine fremgår det at det skal innhentes verdsettelse av eiendommen av ekstern anerkjent verddivurderer. Foretaket viser til at det var innhentet slik verddivurdering pr 31. august 2022, og at Foretaket i samtaler med verdsetteren utover høsten 2022 fikk opplyst at verdien stod seg. Foretaket viser også til e-post fra Newsec den 28. april 2023 der det opplyses at det ikke var registrert transaksjoner som tilsa at verdien av eiendommen var påvirket i perioden.

Foretaket anfører at det har fulgt rutinen ved verdsettelse av eiendelene til fondet, men at det ved fremtidige kapitalforhøyelser vil besørge innhenting av komplett ny verddivurdering så tett opptil tidspunktet for fastsettelsen av tegningskursen som mulig. Foretaket ser likevel at det er behov for nye rutiner, og har i etterkant av tilsvaret oversendt oppdatert styregodkjent "instruks for verddivurdering" som er betydelig mer omfattende enn tidligere retningslinjer.

¹ Ifølge Foretaket tilsvarende netto andelsverdi ved emisjonen verdjustert egenkapital per aksje. Netto andelsverdi per aksje utgjør VEK/fondets netto andelsverdi delt på antall aksje.

Foretaket anfører videre at netto andelsverdi ikke er det samme som andelenes markedspris, eller markedspris per aksje eller aksjenes virkelige verdi. Mens den eksterne verdivurderers fastsettelse av eiendomsverdien baserer seg på hva eiendommen vil kunne bli solgt for som et hele, vil det for markedsverdien av aksjene i Fondet kunne være en rekke andre faktorer som har betydning. Foretaket viser til at det er forskjell på eiendomsverdien og markedsverdiene på aksjene i Fondet, og at Foretaket ikke kan instruere den eksterne verdsetteren om hva eiendomsverdien skal være, basert på hva som anses å være markedsverdien på aksjene.

I motsetning til hva som er tilfelle for åpne fond med daglig likviditet og som investerer i kun noterte instrumenter, vil situasjonen for lukkede fond med illikvide eiendeler ifølge Foretaket være at markedsprisen for aksjene som oftest avviker fra netto andelsverdi per aksje. Foretaket anfører at verken AIF-loven eller AIFMD oppstiller noe krav om at emisjonskurs skal tilsvare beregnet netto andelsverdi per aksje, og at et slikt krav ville vært kommersielt og praktisk umulig å håndheve. Etter Foretakets syn illustrerer AIF-loven § 4-2 (1) (n) at netto andelsverdi og markedspris er to forskjellige størrelser. Foretaket viser også til blant annet artikkel 20 i ELTIF-forordningen om at ELTIF kan tilby nye utstedelser av andeler i samsvar med sine regler eller stiftelsesdokumenter, og at et ELTIF ikke skal utstede nye andeler til en pris under netto eiendelsverdi uten først å ha tilbudt eksisterende investorer å kjøpe disse andelene til denne prisen. Dette innebærer etter Foretakets syn at det er tillatt å basere nyutstedelse på de lovregler som gjelder for Fondet, og som for dette tilfellet er aksjeloven. Det vises til at aksjelovens regler om kapitalforhøyelse er preseptoriske.

For så vidt gjelder regulatoriske krav i AIF-loven og AIFMD viser Foretaket til at det er regler om når fondets netto andelsverdi og eiendeler skal beregnes, og det stilles krav om at forvalter skal sikre at retningslinjene og metodene for beregning av netto andelsverdi per aksje dokumenteres fullt ut. Foretaket viser til at det har rutiner for beregning av verdien, og at det er opplyst om VEK i informasjonmemorandumet. For så vidt gjelder verdsettelsen viser Foretaket til at forvalter for norske alternative investeringsfond etablert som aksjeselskap må følge aksjelovens preseptoriske regler, og at overholdelse av disse må innfortolkes i AIF-regelverket, i alle tilfeller der reglene tar sikte på investorbeskyttelse og likebehandling av aksjonærene.

Foretaket er enig i at en rettet emisjon er en forskjellsbehandling. Foretaket viser til at det derfor ble tilrettelagt for en reparasjonsemisjon for å gi de ikke-profesjonelle investorene tilsvarende mulighet til å tegne seg som de profesjonelle, og på samme betingelser slik at de kan få opprettholdt sin forholdsmessige eierandel. Dette samsvarer med generalforsamlingens vedtak 30. november 2022, som omfatter både den første emisjonen og styrefullmakt til å gjennomføre reparasjonsemisjonen. Den omsøkte fremgangsmåten er ifølge Foretaket korrekt i henhold til både AIF-loven og aksjeloven, og den er i samsvar med likebehandlingsreglene i begge regelverk. Finanstilsynets avslag på søknad om å markedsføre fondet til de ikke-profesjonelle investorene, hindrer etter Foretakets syn effektiv likebehandling av investorene og medfører også negative konsekvenser for tilsvarende prosjekter i markedet. Foretaket viser for øvrig til at et krav om å gjennomføre en emisjon i et lukket alternativt investeringsfond til VEK/netto andelsverdi når denne ikke samsvarer med markedsverdi, er i strid med praksis og vil kunne ha vesentlige negative konsekvenser for både Fondet og den norske fondsbransjen.

Foretaket anfører samtidig at ettersom emisjonskursen ble satt til en korrekt markedspris, foreligger det ikke noen økonomisk utvanning av de ikke-profesjonelle investorene. Foretaket er ikke enig med Finanstilsynet i at andelseiere som tegner seg i kapitalforhøyelsen, tilgodeses på bekostning av

andelseiere som ikke deltar i emisjonen, når tegningskursen settes lavere enn netto andelsverdi. At tegningskursen avviker fra VEK/fondets netto andelsverdi, kan ifølge Foretaket ikke anses som en forskjellsbehandling. Dette er ifølge Foretaket verken hjemlet i AIF-loven med forskrifter, AIFMD, ELTIF eller aksjeloven, og gir heller ikke uttrykk for en korrekt økonomisk vurdering. Foretaket viser til at VEK/fondets netto andelsverdi og markedsverdi i mange tilfeller kan avvike, og at forskjellen både kan skyldes generelle markedsforhold som driver forventningen til verdiutvikling av eiendommer, som for eksempel rentenivå, eller forventning om økonomisk vekst, og fondsspesifikke forhold, som for eksempel refinansieringsrisiko og leieutvikling. Ifølge Foretaket ville ikke investorene ha tegnet seg dersom tegningskursen måtte tilsvare Fondets netto andelsverdi.

Ettersom både eiendomsverdi, VEK, netto andelsverdi og tegningskurs er fastsatt korrekt, og tegningskursen reflekterer markedsverdien, har ifølge Foretaket ikke de ikke-profesjonelle investorene lidt noe økonomisk tap ettersom det ikke foreligger noen økonomisk utvanning. Dette vil også gjelde for de andelseiere som måtte velge å ikke tegne seg i en reparasjonsemisjon. Foretaket anfører at dersom tegningskursen hadde vært satt til VEK/fondets netto andelsverdi, ville dette ha medført et urimelig press på aksjonærene ved at aksjonærene måtte betale en overpris for aksjene for å opprettholde sin eierandel, noe som ville ha vært i strid med aksjeloven. Foretaket viser til at de eksisterende profesjonelle investorene som valgte å delta i emisjonen, de facto reddet Fondet fra sannsynlig konkurs og dermed bidro til å opprettholde Fondets og samtlige investorers interesser. Etter Foretakets syn er det derfor ikke korrekt at de ikke-profesjonelle investorene er påført noen vesentlig ulempe, og det foreligger heller ingen urimelig forskjellsbehandling eller urimelig press.

For så vidt gjelder styring og kontroll anfører Foretaket at det som forvalter har vært involvert i prosessen siden fondet ble tatt under forvaltning, og at det løpende har fattet nødvendige beslutninger. Foretaket anfører at det har hatt tilstrekkelig kontroll og eierskap til prosessen.

6. Rettslig grunnlag og Finanstilsynets vurderinger

6.1. Innledende bemerkninger

Ifølge Foretaket hindrer Finanstilsynets avslag på søknaden om å markedsføre Fondet til de ikke-profesjonelle investorene en effektiv likebehandling av investorene, og medfører også negative konsekvenser for tilsvarende prosjekter i markedet. Til dette bemerker Finanstilsynet at det ikke var grunnlag for å gi tillatelse til å markedsføre Fondet til Fondets ikke-profesjonelle investorer basert på den dokumentasjon og de forutsetninger som lå til grunn i søknaden. Foretaket hadde ikke håndtert det refinansieringsbehovet som hadde oppstått, på en måte som ivaretok andelseierne interesser i samsvar med kravet til god forretningsskikk og likebehandling, og det var blant annet betydelig uklarhet om verdsettelsen av Fondets eiendeler og netto andelsverdi. Det vises til Finanstilsynets begrunnelse for avslaget på søknaden om markedsføring til ikke-profesjonelle investorer etter AIF-loven § 7-1.

Det er Finanstilsynets vurdering at Foretaket burde ha gjort grundigere undersøkelser og vurderinger i forbindelse med at Foretaket påtok seg oppdraget som forvalter av Fondet, og da det skulle ta stilling til hvordan det akutte refinansieringsbehovet kunne løses. Foretaket må skaffe seg oversikt over og innsikt i fondets eiendeler, verdier og risikoer, men også full oversikt over hva som er avtalt med investorene om forvaltningen av fondet og øvrige betingelser, slik at det ikke er tvil om hvilket rettslig handlingsrom AIF-forvalteren kan operere innenfor. Slike undersøkelser og vurderinger er nødvendige for at Foretaket skal kunne ivareta investorenes interesser på beste måte i

samsvar med kravene til god forretningsskikk i AIF-loven § 3-2, og for øvrig sikre etterlevelse. Det må også gjøres en vurdering av hvilken betydning det har for forvaltningen av Fondet at investorgruppen består av både profesjonelle og ikke-profesjonelle investorer. AIF-loven inneholder særlige krav til investorbeskyttelse ved markedsføring til ikke-profesjonelle investorer, blant annet med hensyn til egnethetstesting, og forvalter kan dermed ikke i sin planlegging av oppdraget gå utfra at en ny investering vil egne seg for de ikke-profesjonelle investorene. Det vises her særlig til at en investering i Fondet har høy risiko og er uten innløsningsrett i opptil 13 år.

At AIF-forvalteren må foreta en grundig analyse av alle sider ved det aktuelle fondet før det påtar seg oppdraget, er ikke bare relevant for å kunne sikre at foretaket er i stand til å ivareta andelseiernes interesser på best mulig måte og etterleve kravene i lovgivningen, men også for å være klar over hvilke risikoer AIF-forvalteren selv utsetter seg for ved å påta seg oppdraget som forvalter. Dersom AIF-forvalteren ikke er i stand til å sikre at den har tilstrekkelig kunnskap om og innsikt i alle sider ved fondet, og til å forvalte det i samsvar med lovgivningens krav, kan ikke AIF-forvalteren påta seg oppdraget med å forvalte fondet. Det er Finanstilsynets vurdering at Foretaket med grundigere undersøkelser og vurderinger i forbindelse med aksept av oppdraget, kunne ha håndtert situasjonen på en bedre måte, i samsvar med de krav som gjelder.

Dette vedtaket gjelder Foretakets etterlevelse av sentrale krav i AIF-loven med forskrifter. I lys av sakens omstendigheter nevnes også at det er nærliggende å anta at en bedre likviditetsstyring i forkant av utpekingen av AIF-forvalteren, av både styret i Fondet og Arctic Securities AS som tilrettelegger og rådgiver, kunne ha stilt Fondet i en bedre situasjon.

6.2. Verdsetting og beregning av netto andelsverdi

Rettslig grunnlag

Etter AIF-loven § 3-10 annet ledd skal forvalteren beregne verdien av fondets eiendeler og netto andelsverdi regelmessig og minst én gang i året. For lukkede fond skal beregning også foretas ved forhøyelse eller nedsettelse av kapitalen. Etter forordning (EU) 231/2013 artikkel 72, som gjelder som forskrift, jf. AIF-forskriften § 8-1, skal forvalteren sikre at netto andelsverdi per andel eller aksje for hvert fond den forvalter, beregnes ved hver emisjon, tegning, innløsning eller mortifikasjon. Verdivurderingen skal baseres på forvalterens retningslinjer for korrekt og uavhengig verdivurdering av fondets eiendeler, og AIF-forvalteren skal sikre at antallet andeler eller aksjer som utstedes, kontrolleres regelmessig og minst like ofte som prisen på andelen eller aksjen beregnes.

Verdsetting av fondets eiendeler danner utgangspunktet for forvalters beregning av korrekt netto andelsverdi i fondet. Det er forvalterens ansvar å sørge for en forsvarlig og pålitelig verdsetting av fondets eiendeler, basert på innhenting av informasjon fra tilgjengelige kilder og egne vurderinger. For å sikre at forvalter har et tilstrekkelig grunnlag for en korrekt verdivurdering av fondets eiendeler, er det i forordning (EU) 231/2013 fastsatt omfattende og detaljerte bestemmelser om krav til retningslinjer og fremgangsmåter.

Forordningens artikkel 67 nr. 1 krever at det innføres slike retningslinjer for hvert alternativt investeringsfond som forvaltes. Retningslinjene skal dekke alle vesentlige sider ved verdsettingsprosessen og fremgangsmåtene, og i tillegg beskrive kontrollene av verdsettingen av eiendelene i det aktuelle fondet. Verdsettingsprosessene skal være gjennomsiktede og tilstrekkelig dokumentert. Artikkelen fastsetter i nr. 2 minstekrav til hva retningslinjene skal beskrive. Dette

inkluderer blant annet krav til å beskrive kontrollene som anvendes på utvalget av inndata, kilder og metoder som benyttes til verdsettingen, hvilke opptrappingstiltak som benyttes for å utligne forskjeller i verdsettingen av eiendeler, og verdsettingen av eventuelle justeringer knyttet til posisjonenes størrelse eller likviditet, eller til endringer i markedsvilkårene.

Av forordningens artikkel 71 følger det nærmere krav til kontroller av enkelteiendelers verdi. AIF-forvalteren skal sikre at alle fondets eiendeler er korrekt verdsatt til virkelig verdi, og det skal for hver type andel dokumenteres hvordan forvalteren har kommet frem til om den enkelte eiendelen er korrekt verdsatt til sin virkelige verdi. Retningslinjene skal fastsette en prosess for å kontrollere verdien av de enkelte eiendelene dersom det foreligger vesentlig risiko for feil i verdsettingen. Dette vil eksempelvis være der verdsettingen er basert på priser fra bare en motpart, verdsettingen er basert på illikvide markedskurser, eller der verdsettingen er påvirket av partner som er tilknyttet AIF-forvalteren. I artikkelens nr. 3 fastsettes minstekrav til de kontrollene forvalter skal gjennomføre.

Finanstilsynets vurderinger

Et sentralt hensyn bak kravet til verdivurdering ved enhver emisjon, er å sikre at forhøyelse av kapitalen gjøres på et uavhengig, korrekt og pålitelig grunnlag. Dersom verdivurderingen ikke baseres på retningslinjer som tar opp i seg sentrale forhold av betydning for verdivurdering av fondets eiendeler, og som minimum er utarbeidet i samsvar med lovens krav, vil verdien bli upålitelig, og det vil være en overhengende fare for forfordeling og forskjellsbehandling av andelseiere. For å ivareta andelseierfellesskapets interesser er det en grunnleggende forutsetning ved kapitalforhøyelser i fond at verdivurderingen skjer på et korrekt og pålitelig grunnlag, og at den fastsatte verdien reflekterer eiendelenes virkelige verdi.

Foretaket har anført at fastsettelsen av fondets VEK og beregningen av netto andelsverdi er utført i samsvar med Foretakets retningslinjer for verdivurdering, og at denne derfor er korrekt. Det er vist til at det ble benyttet verdivurdering utført av ekstern part, og anført at Foretaket ikke kan overprøve den eksterne verdivurdererens anslag om verdien av eiendommen. Foretaket har deretter beregnet VEK i tråd med forutsetningene i Foretakets retningslinjer, og på denne bakgrunn vurdert VEK til NOK 402 896 230 i forkant av hovedemisjonen. Fordelt på antall aksjer ble netto andelsverdi beregnet til NOK 402 896. Emisjonskursen ble fastsatt med en rabatt tilsvarende 88 prosent av beregnet VEK, og dermed også tilsvarende rabatt per andel sammenlignet med Foretakets beregnede netto andelsverdi. Foretaket har, som vist til ovenfor i punkt 4, anført at emisjonskursen tilsvarte markedsverdien på aksjene.

Finanstilsynet er ikke enig i at verdivurderingen er korrekt som en følge av at Foretaket skal ha fulgt egen retningslinje. Som det fremgår i det følgende, oppfyller Foretakets retningslinjer ikke lovgivningens minimumskrav til innhold og utforming av skriftlige retningslinjer og fremgangsmåter for en forsvarlig verdsettingsprosess. I Foretakets generelle retningslinjer for verdsetting, omtalt som "Instruks for verdivurdering", var det kun fastsatt følgende om prinsippene for verdivurdering:

"For fond hvor tilnærmet hele investeringen er i eiendom skal det innhentes verdsettelse av eiendommen(e) av ekstern anerkjent verdivurderer. Foruten eiendomsverdien skal det fastsettes fondsverdi og andelsverdi.

For eiendomsfond skal Selskapet ta stilling til minimum følgende punkter i beregningen av fondsverdien:

- *Nettogjeld*
- *Latent skatterabatt*
- *Verdi av fremførbart underskudd*
- *Markedsverdi av sikringsavtaler og/eller obligasjonslån"*

Finanstilsynet viser for det første til at Foretakets retningslinjer ikke var tilpasset Fondet, slik det er krav om i forordning (EU) 231/2013 artikkel 67. Fondets eiendeler består av aksjer i Lysaker Park Invest II AS. Selv om Fondet gjennom aksjene indirekte er største eier av eiendommen Professor Kohts vei 15-17, og eiendommen dermed er et naturlig utgangspunkt for verdsetting av Fondets eiendeler, vil en verdivurdering av eiendommen ikke være tilstrekkelig for å fastsette Fondets netto andelsverdi. Det er den virkelige verdien av Fondets aksjer i Lysaker Park Invest II AS som Foretaket skal beregne og opplyse om forut for gjennomføring av en kapitalforhøyelse. Det innebærer at Foretaket ikke alene kan basere seg på en vurdering av eiendommens verdi, men må ta hensyn til alle relevante faktorer som kan påvirke verdien av aksjene i Lysaker Park Invest II AS.

Retningslinjene dekket heller ikke de forhold bestemmelsen krever, herunder blant annet av kontrollene som anvendes på utvalget av innhentede data, kilder og metoder som benyttes til verdsettingen, og heller ikke beskrivelser av verdsettingen av eventuelle justeringer knyttet til posisjonens likviditet eller endringer i markedsvilkår. Heller ikke prosesser for kontroll av enkelteiendelers verdi var omtalt i Foretakets retningslinjer, jf. artikkel 71. Finanstilsynet viser til Foretakets opplysninger om at det i dette tilfellet er lagt til grunn en verdivurdering av den underliggende eiendommen fra kun én aktør. Denne var i tillegg innhentet relativt lang tid før beslutningen om kapitalforhøyelse ble fattet. Verdsettingen gjaldt videre en illikvid eiendel, i en periode med et urolig marked med lite bevegelser. Flere av de situasjoner som artikkel 71 fremhever som egnet til å skape risiko for vesentlige feil i verdsettingen, forelå dermed på tidspunktet for emisjonsbeslutningen. Til tross for dette var det verken fastsatt en prosess for å kontrollere verdien av de enkelte eiendelene, eller utført noen vurdering av verdienes rimelighet som i dette tilfellet var nødvendig for å sikre at aksjene ble korrekt verdsatt til virkelig verdi.

Foretaket har anført at verken AIF-loven eller AIFMD oppstiller regler for hvordan verdivurderingen av fondets eiendeler skal gjennomføres. Finanstilsynet viser til at de omfattende kravene til innhold i retningslinjene, og beskrivelser av prosesser og kontroller som følger av reguleringen er premissgivende for både fremgangsmåter, vurderinger, og kontroller en forvalter må gjennomføre ved verdsettingen av fondets eiendeler. Foretaket har vist til at det har fulgt egen instruks, men når disse retningslinjene langt i fra dekker de beskrivelser og kontrollprosedyrer som lovverket forutsetter, kan Finanstilsynet ikke se at det er gjennomført en forsvarlig og korrekt verdivurdering i forkant av kapitalforhøyelsen. Etersom Foretaket har fulgt en instruks som ikke oppfyller de minimumskrav som følger av forskriftene, kan Finanstilsynet heller ikke se at Foretakets beregning av netto andelsverdi forut for tilbud om tegning kan anses pålitelig, eller som et korrekt grunnlag for investors investeringsbeslutning.

Finanstilsynet viser for øvrig også til at Fondet høsten 2022 etter Foretakets egne opplysninger hadde fått indikasjoner på at markedsutviklingen hadde påvirket verdien av underliggende eiendom negativt. I tilsvaret av 21. januar 2023 vises det til at det i 2022 hadde blitt engasjert næringsmegler med sikte på et potensielt salg av eiendommen, og det uttales i tilsvaret i den forbindelse at

"næringsmeplers indikasjoner gjennom høsten var at eiendomsverdien var ned, men at det i fravær av sammenlignbare transaksjoner var vanskelig å kvantifisere hvor mye. Det var derfor naturlig at investorene som ville delta i emisjonen forventet en rabatt på eiendomsverdien per 31. august 2022 for å hensynta usikkerheten rundt verdsettelsen og redusere risikoen mot eiendomsverdien ville falle videre".

Tilsvarende indikasjoner fikk Foretaket i oppdatering vedrørende refinansiering fra tilrettelegger 4. november 2022. Foretaket skriver i "Cover letter" oversendt Finanstilsynet 15. mai 2023 at *"Figuren på side 4 viser at ved pris per aksje på NOK 50 000, så tilsvarer dette en reduksjon fra VEK/NAV på 88%, og en eiendomsyield på 6,27% (som ligger i tabellen mellom oppgitt yield på 6,40% og 6,24%). Dette tilsvarer en eiendomsverdi på ca. NOK 1940m som tilsvarer en reduksjon mot verdivurdert eiendomsverdi på ca. 16%".*

Samtidig var det etter det opplyste observert nedgang i prisene på aksjer i eiendomsselskaper notert på norske og nordiske børser, noe som antydte at prisene på næringsseiendom hadde falt i perioden etter at Newsecs verdivurdering forelå.

Foretaket fikk dermed flere indikasjoner på at eiendomsverdien som oppgitt per 31. august 2022 ikke representerte verdien i forkant av emisjonen. Finanstilsynet kan ikke se at disse klare indikasjonene er hensyntatt i Foretakets verdivurdering, eller i kontrollen av verdienes rimelighet, noe Foretakets retningslinjer skulle ha sikret. Dette er også forhold som underbygger at verdsettelsen skulle ha vært foretatt så nært opp til emisjonen som mulig.

Foretaket anfører at det er forskjell på eiendomsverdien og markedsverdien på aksjene i Fondet, og at Foretaket ikke kan instruere den eksterne verdivurderen om hva eiendomsverdien skal være. Det er ikke Finanstilsynets oppfatning at Foretaket skulle ha instruert den eksterne verdivurderen. Imidlertid er det Foretakets ansvar å sikre at Fondets eiendeler er korrekt verdsatt til virkelig verdi, og Foretaket kan derfor ikke uten videre basere seg på vurderingen fra én ekstern kilde. Verdien må fastsettes basert på en selvstendig vurdering av alle relevante kilder og opplysninger som Foretaket skal besitte. Det inkluderer å vurdere de enkelte verdienes rimelighet ved kontroll av blant annet hvorvidt de parametrene som ligger til grunn for innhentet verdivurdering samsvarer med den faktiske situasjonen, sammenligning med verdier generert av tredjepart og prøving med henblikk på ikke-ajourførte priser. Eventuelle funn forvalter oppdager i kontrollen forventes å reflekteres i verdsettingen av fondets eiendeler. Etter Finanstilsynets vurdering er dette ikke en overprøving av verdivurderers vurderinger, men derimot en vesentlig del av forvalters plikter for å sikre korrekt verdsettelse av fondets eiendeler til virkelig verdi og for å sikre ivaretagelse av andelseieres interesser. Foretaket har ikke foretatt en slik rimelighetsvurdering i tråd med kravene i forordning (EU) 231/2013 artikkel 71. Foretaket har slik Finanstilsynet vurderer det forsømt seg når det ikke har tatt hensyn til, eller vurdert, andre kilder og faktorer som kan påvirke verdsettingen av Fondet.

Foretaket har vist til en rekke forhold som ble hensyntatt ved fastsettelse av emisjonskursen. Foretaket synes å ha gjort grundigere vurderinger i forbindelse med fastsettelse av emisjonskursen. Etter Finanstilsynets vurdering er imidlertid flere av de forhold som ble vektlagt ved fastsettelse av emisjonskursen, forhold som reguleringen forutsetter at skulle vært hensyntatt ved verdsettelsen av Fondets eiendeler og beregningen av netto andelsverdi.

Etter Finanstilsynets vurdering er det for øvrig heller ikke riktig at Foretaket, som anført, har fulgt egne retningslinjer ved verdsettingen og beregningen av netto andelsverdi. Ifølge Foretakets retningslinjer for verdsettelse skal det ved verddivurdering innhentes verdsettelse av eksternt anerkjent verddivurderer. Etter det opplyste påtok Foretaket seg oppdraget som forvalter av Fondet i styremøte avholdt 20. oktober 2022, og melding om markedsføring av Fondet til profesjonelle investorer ble sendt Finanstilsynet den 28. oktober s.å. Til grunn for verddivurdering av Fondets eiendel lå verddivurdering foretatt av Newsec datert 31. august 2022. Den eksterne verddivurderingen av eiendommen var dermed datert nærmere to måneder før Foretaket påtok seg oppdraget. Det må derfor legges til grunn at Foretaket ikke innhentet verdsettelse av eiendommen etter at det påtok seg oppdraget og igangsatte arbeidet med kapitalforhøyelsen. Finanstilsynet kan dermed ikke se at Foretaket, slik det hevder, har overholdt egne retningslinjer for verddivurdering. Foretaket har vist til at det i ettertid er innhentet bekreftelse fra verddivurderer om at det ikke var registrert transaksjoner i perioden 31. august 2022 til oktober 2022 som tilsa at verdien av eiendommen skulle påvirkes i denne perioden. Etter Finanstilsynets vurdering er dette verken tilstrekkelig eller avgjørende for den verddivurderingsprosessen Foretaket er pliktig å gjøre i forkant av kapitalforhøyelser.

Etter Finanstilsynets vurdering var Foretakets retningslinjer for verddivurdering svært mangelfulle og oppfylte ikke minimumskravene i AIF-loven og tilhørende forskrifter. Når Foretaket ikke har retningslinjer og fremgangsmåter som dekker alle vesentlige sider av verdsettingsprosessen i tråd med reguleringskrav, resulterer det i manglende pålitelighet knyttet til Foretakets fastsettelse av verdien av Fondets eiendeler, og dermed til Foretakets beregnede netto andelsverdi. Korrekt verdsettelse av Fondets eiendeler til virkelig verdi er avgjørende for å unngå risiko for forskjellsbehandling av andelseiere, og for at investorer skal ha et korrekt og fullstendig informasjonsgrunnlag for å kunne fatte en informert investeringsbeslutning. Når Foretakets verdsetting og beregning av netto andelsverdi ikke er pålitelig, vil en markedsføring av Fondet foretas på sviktende grunnlag.

På bakgrunn av ovennevnte er det Finanstilsynets vurdering at Foretaket har opptrådt i strid med AIF-loven § 3-10 og tilhørende forskrifter ved at det ikke er foretatt en korrekt verddivurdering i samsvar med reguleringskrav. Ettersom Foretakets beregning av netto andelsverdi har en direkte sammenheng med Foretakets vurdering av VEK er det Finanstilsynets vurdering at Foretaket også har opptrådt i strid med AIF-loven § 3-10 ved beregningen av netto andelsverdi.

6.3. God forretningsskikk – likebehandling av andelseiere

Rettslig grunnlag

Forvaltere av alternative investeringsfond skal etter AIF-loven § 3-2 utøve sin virksomhet i samsvar med god forretningsskikk. Forvalteren skal opptrå ryddig og korrekt og sikre likebehandling av andelseiere. Etter bestemmelsens tredje ledd gir enhver andel i et alternativt investeringsfond lik rett i fondet, med mindre noe annet er fastsatt i vedtekter, stiftelsesdokumenter eller annen tilgjengelig fondsdokumentasjon. Det følger av dette at det må foreligge et rettslig grunnlag basert på fondsdokumentasjonen for å kunne forskjellsbehandle andelseiere.

Plikten til å sikre likebehandling er utdypet i forordning (EU) 231/2013. Etter forordningens artikkel 23 nr. 1. skal AIF-forvalteren sikre at dens fremgangsmåter for beslutningstaking og dens organisasjonsstruktur sikrer rettferdig behandling av investorene. Under enhver omstendighet må ikke særbehandling av en eller flere investorer føre til en generell vesentlig ulempe for andre

investorer, jf. artikkel 23 nr. 2. Etter Finanstilsynets vurdering innebærer dette en absolutt terskel som forvalter ikke kan avtale seg bort fra, især der fondet har ikke-profesjonelle investorer.

Finanstilsynets vurderinger

Foretaket har gjennomført en kapitalforhøyelse i Fondet hvor tilbud om å tegne seg i emisjonen ble rettet til Fondets profesjonelle investorer. Foretaket hadde en intensjon om deretter å gjennomføre en reparasjonsemisjon rettet mot de ikke-profesjonelle investorene. Tilbudet om å tegne i emisjonen ble gjort med opplyst rabatt tilsvarende 88 prosent av beregnet netto andelsverdi. I ettertid har Foretaket anført at det i realiteten ikke er tale om en rabatt på netto andelsverdi, men at tegningskursen er i samsvar med vurdert markedspris på aksjene, som var vesentlig lavere enn netto andelsverdi.

Både en emisjon rettet mot enkelte av Fondets andelseiere og tilbud med emisjonskurs betydelig lavere enn Fondets beregnede netto andelsverdi utgjør i utgangspunktet en forskjellsbehandling av andelseiere. Finanstilsynet kan ikke se at Foretaket har hatt adgang til å utsette andelseierne for slik forskjellsbehandling, og uansett vil en emisjon på de betingelser Foretaket har tilbudt, kunne utgjøre en vesentlig generell ulempe for andelseiere som ikke kan, eller ikke vil, delta i emisjonen. Foretaket har ikke kunnet vise til bestemmelser i fondsdokumentasjonen som kan gi grunnlag for å forskjellsbehandle andelseierne.

Hva gjelder gjennomføring av den rettede emisjonen, har Foretaket vist til at det var i en akutt situasjon med behov for tilførsel av kapital for å unngå å komme i brudd med lånebetingelsene. Det er i den sammenheng vist til at det som følge av saksbehandlingstid hos Finanstilsynet ved behandling av søknader om markedsføring til ikke-profesjonelle, ble besluttet å gå i gang med en rettet emisjon mot de profesjonelle investorene for å sikre innhenting av kapitalen. Foretaket kan nok ikke lastes for den vanskelige refinansieringssituasjonen Fondet var kommet i, men, som det fremgår ovenfor, var det Foretakets ansvar å gjøre de nødvendige vurderinger og undersøkelser i forkant av forvalteroppdraget. Blant annet skulle Foretaket ha satt seg inn i hvilke betingelser som gjaldt for Fondet, og dermed hvilket handlingsrom som forelå når forskjellsbehandling ikke var regulert gjennom avtalen med andelseierne. Finanstilsynet ser at Fondet hadde akutte finansieringsbehov som krevde raske tiltak, men også i slike situasjoner må Foretaket sikre at grunnleggende krav til investorvern ivaretas.

AIF-loven krever som nevnt at fondets eiendeler verdsettes og at det beregnes netto andelsverdi ved kapitalforhøyelser. I tillegg forutsettes det at antallet andeler som utstedes, kontrolleres minst like ofte som prisen på andelen beregnes. Etter Finanstilsynets vurdering må dette forstås som en forventning om at det ved fastsettelse av kursen ved nytstedelse av andeler må tas utgangspunkt i beregnet netto andelsverdi.

I henhold til forordningens artikkel 71 nr. 1 første punktum skal fondets eiendeler korrekt verdsettes til virkelig verdi. Når Foretaket beregner netto andelsverdi ved å dele antall aksjer på den beregnede verdien, tilsier det derfor at Forvalter har lagt til grunn at Fondets virkelige verdi er lik aksjenes beregnede verdi. Når Foretaket anfører at det ikke er noen forskjell mellom virkelig verdi av aksjene i Fondet og tegningskursen benyttet i emisjonen, må i så fall Foretaket ha opplyst for høy andelsverdi til fondets andelseiere. Foruten en feil fastsatt og opplyst netto andelsverdi har Foretaket i så fall markedsført emisjonen på et uriktig grunnlag. Enten Foretaket har emittert med

rabatt, eller det har emittert til virkelig verdi, har det opptrådt i strid med AIF-lovens bestemmelser².

Foretaket har vist til at ELTIF-forordningen artikkel 20 åpner for at kursen ved nyutstedelse av andeler kan fastsettes lavere enn til netto eiendelsverdi. ELTIF-forordningen gjelder ikke for Fondet, men det anføres at det vil være inkonsistent og uheldig ut fra behovet for harmoni og konsekvens i regulatoriske regelverket at det skulle være et generelt (implisitt) krav etter AIFMD og AIF-loven å gjennomføre tegningsrunder til netto andelsverdi. Etter Finanstilsynets vurdering kan ikke ELTIF-forordningen forstås som en generell adgang til å tilby andeler til kurs lavere enn netto andelsverdi. Tvert imot følger det av artikkel 20 nr. 2 at et ELTIF ikke kan utstede nye andeler til en pris under netto andelsverdi uten at andelene først er tilbudt til eksisterende investorer til en slik pris. At forvalter under gitte forutsetninger kan tilby andeler til pris under netto eiendelsverdi, viser etter Finanstilsynets vurdering at hovedregelen er at det skal være samsvar mellom de to størrelsene. Adgangen til å utstede nye andeler til en lavere kurs er et unntak fra denne hovedregelen. Det fremgår videre av artikkelens nr. 1 at utstedelse av nye andeler må skje i samsvar med fondets regler eller stiftelsesdokumenter. Det innebærer at adgangen til å utstede nye andeler må følge av fondsreglene, dvs. slik de fremgår av relevant fondsdokumentasjon. Finanstilsynet vil presisere at fondsreglene i et tilfelle som her, da Fondet er organisert som aksjeselskap, gjelder i tillegg til aksjelovens regler. Finanstilsynet kan for øvrig uansett ikke se at etterlevelse av AIF-reguleringens bestemmelser om verdsettelse ville medført noen motstrid mellom regelsettene.

Finanstilsynet kan heller ikke se at forvalteren etter ELTIF-forordningen står fritt til å fastsette pris på andelene dersom øvrige vilkår er oppfylt. Etter forordningens artikkel 7 nr. 2 skal ELTIF-forvalteren til enhver tid overholde AIFM-direktivet. Dette inkluderer direktivets bestemmelser om god forretningsskikk. Etter Finanstilsynets vurdering innebærer det at forvalteren under enhver omstendighet må overholde direktivets bestemmelser om likebehandling av andelseiere, og plikten til å sørge for at eventuell forskjellsbehandling ikke påfører øvrige andelseiere generell vesentlig ulempe.

Ved kapitalforhøyelser er forvalter forpliktet til å sikre at alle fondets eiendeler er korrekt verdsatt til virkelig verdi, og til å beregne netto andelsverdi på ny. Utgangspunktet ved nyutstedelse av aksjer vil dermed være en oppdatert beregning av netto andelsverdi.

Finanstilsynet vil påpeke at dersom tegningskursen er lavere enn hva forvalter opplyser er fondsandelens netto verdi, som etter forordning (EU) nr. 231/2013 artikkel 71 nr.1 første punktum skal verdsettes til virkelig verdi, vil utstedelse av nye aksjer til den lavere kursen innebære en utvanning av verdien av eksisterende andeler. I et slikt tilfelle er det et spørsmål hvorvidt forvalter ved gjennomføring av emisjonen vil være i stand til å ivareta andelseiernes beste interesser og sikre likebehandling av investorene. Forvalter har en forpliktelse til å ivareta samtlige andelseiere, og dersom enkelte andelseiere risikerer å bli verdimessig utvannet til fordel for øvrige andelseiere, må forvalter vurdere andre alternativer enn å gjennomføre kapitalforhøyelsen til slike betingelser.

Kapitalinnhenting til en vesentlig lavere kurs enn beregnet andelsverdi medfører etter Finanstilsynets syn et urimelig press på andelseierne til å delta i emisjonen. Andelseiere som ikke vil delta i emisjonen, eller andelseiere som ikke har økonomiske ressurser til deltakelse, risikerer

² Det vises til AIF-lovens § 3-10 om verdsettning med tilhørende forskrifter, § 3-2 om god forretningsskikk med tilhørende forskrifter og § 6-1, jf. § 4-2 om krav til informasjon i forbindelse med markedsføring.

ikke bare at deres forholdsmessige andel av fondet reduseres, men også en betydelig reduksjon av verdien på deres opprinnelige investering. For å unngå verdimessig forringelse av en allerede gjennomført investering, tvinger den opplyste rabatten alle andelseiere til å måtte delta med en proporsjonal andel. Andelseiere som ikke vil eller kan delta, påføres dermed en vesentlig ulempe. Andelseiere som deltar, vil på sin side øke verdien på sine investeringer på bekostning av andelseiere som ikke deltar. En slik særbehandling anses å være i strid med forordning (EU) 231/2013 artikkel 23 nr. 2.

Foretaket har anført at fremgangsmåte og fastsettelse av så vel eiendomsverdi, verdijustert egenkapital, netto andelsverdi og tegningskurs er håndtert korrekt. Det anføres at ettersom tegningskursen ble satt til en korrekt beregnet markedsverdi, så innebærer det at ingen av de ikke-profesjonelle investorene har lidt noe tap ettersom det ikke foreligger noen økonomisk utvanning.

Finanstilsynet har vanskelig for følge Foretakets resonnement om at emisjonskursen ikke medfører økonomisk utvanning av eksisterende andelseiere, når det samtidig hevdes at netto andelsverdi er korrekt fastsatt. Ettersom opplyst netto andelsverdi forut for emisjonen var beregnet til NOK 402 896, vil innhenting av MNOK 160 ved utstedelse av 3 200 nye aksjer til NOK 50 000 innebære at netto andelsverdi etter emisjonen tilsvarer NOK 134 022, hensyntatt Foretakets modell for beregning av netto andelsverdi. Eksisterende andelers verdi vil dermed være redusert med NOK 268 874 per andel, noe som tilsvarer en reduksjon på ca. 67 prosent.

I oppdatering vedrørende refinansiering fra tilrettelegger 4. november 2022 er det videre i tabellen "Sensitivitet for tegningskurs basert en emisjon på NOK 160M" inkludert en kolonne navngitt "Dilution" som redegjør for utvanning ved ulike tegningskurser i den planlagte emisjonen. I tabellen fremgår det at en tegningskurs på NOK 50 000 vil medføre en utvanning tilsvarende 76 prosent. At det har forekommet en utvanning kan også leses ut av Foretakets sensitivitetsanalyse, som forespeiler en positiv avkastning på de nyutstedte aksjene det første året på 65,4 prosent, selv forutsatt et svært ufordelaktig scenario. En slik avkastning kan vanskelig forklares med annet enn utvanningseffekten tegningskursen har for netto andelsverdi for fondets eksisterende andeler.

Basert på Foretakets beregning av netto andelsverdi er det Finanstilsynets vurdering at utstedelse av nye aksjer til en betydelig lavere kurs innebærer at eksisterende andelseiere blir verdimessig utvannet. For at resultatet i tilfeller der emisjonskursen er lavere enn netto andelsverdi ikke skal bli en verdimessig utvanning, må det forutsettes at samtlige andelseiere deltar i kapitalforhøyelsen med sin forholdsmessige andel. En slik forutsetning vil etter Finanstilsynets vurdering medføre et urimelig press for andelseiere til å delta i emisjonen.

Det er Finanstilsynets syn at den planlagte reparasjonsemisjonen ikke fullt ut kan gjenopprette likebehandlingen av andelseierne der en emisjon er gjort til kurs betydelig lavere enn netto andelsverdi. Etter Finanstilsynets vurdering kan ikke forvalter ivareta kravet til god forretningskikk og likebehandling på en måte som forutsetter at andelseierne må skyte inn ytterligere kapital gjennom en ny emisjon for å hindre verdiforringelse. Investorer som ikke vil eller kan delta, påføres dermed en vesentlig ulempe. Andelseiere som deltar, vil på sin side øke verdien på sine investeringer på bekostning av andelseiere som ikke deltar. Det vises her til Foretakets presentasjon av avkastningsscenarioer for de nyutstedte aksjene.

Slike betingelser anses også uforenlige med de krav som stilles for at alternative investeringsfond skal kunne markedsføres til ikke-profesjonelle investorer. Det vises til at forvalter blant annet skal sørge for at kravene til god forretningsskikk og egnethet oppfylles, jf. AIF-loven § 7-3. Foretaket kan ikke ta for gitt at en lukket investering i Fondet på opptil 13 år, som i tillegg har høy risiko, vil være egnet for samtlige ikke-profesjonelle investorer i fondet. At en investering i Fondet ikke nødvendigvis vil passe for alle, fremgår også av informasjonsmemorandumet. Der er det blant annet fremhevet at investorer må være forberedt på at en investering i Fondet kan medføre betydelige tap, og at de investorer som ikke ønsker eller har mulighet til å ta slik risiko, ikke bør investere.

Etter Finanstilsynets vurdering har Foretaket ved gjennomføringen av emisjonen opptrådt i strid med kravene til god forretningsskikk og likebehandling av andelseierne. En konsekvens av at Foretaket allerede har gjennomført en emisjon rettet mot de profesjonelle investorene med en betydelig lavere tegningskurs enn beregnet netto andelsverdi, er at de ikke-profesjonelle investorene er påført en vesentlig ulempe ved at verdien av deres eksisterende investeringer er blitt forringet. Foretaket har på denne måten, gitt Foretakets premiss om at Fondets netto andelsverdi er korrekt, utsatt de øvrige andelseierne for en urimelig forskjellsbehandling. Etter Finanstilsynets vurdering kan ikke forvalter ivareta kravet til god forretningsskikk og likebehandling på en måte som forutsetter at andelseierne må skyte inn ytterligere kapital gjennom en ny emisjon for å hindre verdiforringelse.

Som det fremgår ovenfor, er det Finanstilsynet vurdering at netto andelsverdi ikke er fastsatt på et pålitelig og korrekt grunnlag. I et tilfelle der netto andelsverdi ikke representerer virkelig verdi, er emisjonen markedsført på feilaktig grunnlag. Dersom det faktisk er slik som Foretaket anfører, at den opplyste netto andelsverdien korrekt reflekterer fondets virkelige verdi, vil tilbudet om tegning til en lavere kurs representere en verdimessig utvanning av andelseiere som ikke har tegnet seg. Uansett har Foretaket ikke håndtert gjennomføringen av kapitalforhøyelsen på en korrekt måte. Det er derfor behov for at Foretaket av hensyn til andelseiernes interesser gjennomfører tiltak med utgangspunkt i korrekt netto andelsverdi basert på en pålitelig beregnet verdsettelse av Fondets eiendeler i tråd med lovens krav.

7. Pålegg om retting

Etter AIF-loven § 9-3 første ledd kan Finanstilsynet gi forvalteren pålegg om retting dersom denne ikke har overholdt sine plikter etter bestemmelser i lov eller forskrift, eller har handlet i strid med vilkår for tillatelsen. Som det fremgår av redegjørelsen over, er det Finanstilsynets vurdering at Arctic Alternative Investments Management AS har opptrådt i strid med AIF-loven ved at det ikke er foretatt en korrekt og pålitelig verdsettelse av Fondets eiendeler forut for emisjonen til de profesjonelle investorene. Det vises til AIF-loven § 3-10 med forskrifter.

Dersom Foretaket etter en fullstendig og pålitelig verdsettelse kommer til at Fondets eiendeler var korrekt fastsatt til virkelig verdi på emisjonstidspunktet, er det Finanstilsynets vurdering at Foretaket har opptrådt i strid med AIF-lovens bestemmelser om god forretningsskikk og kravene til å sikre likebehandling av investorene ved gjennomføring av emisjon til rabatterte priser. Det vises til AIF-loven § 3-2 tredje ledd, jf. også § 4-2 første ledd bokstav k og artikkel 23 i forordning (EU) 231/2013.

På denne bakgrunn gir Finanstilsynet med hjemmel i § 9-3 følgende pålegg om retting:

1. Arctic Alternative Investments Management AS pålegges å gjennomføre en korrekt og pålitelig verdsetting av Lysaker Park Invest I AS "fondets eiendeler" per tidspunktet for emisjonen rettet mot de profesjonelle investorene, jf. AIF-loven § 3-10 med forskrifter.
2. Arctic Alternative Investments Management AS pålegges å iverksette nødvendige tiltak for å sikre gjenoppretting av likebehandlingen av andelseierne i Lysaker Park Invest I AS og sørge for at ingen av andelseierne blir skadelidende som følge av forvalters manglende etterlevelse av AIF-lovens krav. Tiltakene kan bestå i å betale andelseiere som ikke fikk tildelt andeler i emisjonen, en kompensasjon basert på differansen mellom virkelig verdi av andelene på emisjonstidspunktet og tegningskursen i emisjonen, eller andre måter som sikrer likebehandlingen av andelseierne og at ingen av andelseierne påføres økonomisk tap som følge av forvalters manglende etterlevelse av AIF-loven.
3. Arctic Alternative Investments Management AS må informere samtlige andelseiere i Fondet om dette vedtaket og om hvilke tiltak forvalter vil iverksette for å ivareta Fondet og andelseiernes interesser på beste måte og sikre likebehandling av andelseierne, jf. kravene til god forretningsskikk i AIF-loven § 3-2. Det skal også informeres om eventuelle feil i informasjonen som ble gitt andelseierne i forbindelse med kapitalforhøyelsen.

Arctic Alternative Investments Management AS skal innen 1. oktober 2023 bekrefte at pålegget er oppfylt og orientere Finanstilsynet om hvilke tiltak som er iverksatt. Med bekreftelsen skal det vedlegges dokumentasjon for verdsettingen gjennomført etter punkt 1 og informasjonen sendt andelseierne etter punkt 3.

Dette vedtak kan påklages til Finansdepartementet, jf. forvaltningsloven §§ 28 flg. Klagen sendes Finanstilsynet. Frist for å klage er tre uker fra vedtaket er mottatt. Klagen skal nevne det vedtak det klages over, og hvilket resultat klager mener er det riktige. Klagen bør også nevne de grunner klager støtter seg til.

For Finanstilsynet

Anne Merethe Bellamy
avdelingsdirektør

Britt Hjellegjerde
seksjonsleder

Dokumentet er godkjent elektronisk og har derfor ikke håndskrevne signaturer.