

**FINANSTILSYNET**THE FINANCIAL SUPERVISORY
AUTHORITY OF NORWAYFOLKEINVEST AS
Beddingen 14
7042 TRONDHEIMVår referanse
24/9290
Deres referanse

20.08.2025

Tilsynsrapport

1 Innledning

Finanstilsynet har gjennomført tematisyn med Folkeinvest AS (heretter omtalt som "foretaket"). Formålet med tilsynet var å kontrollere foretakets undersøkelser og kvalitetssikring av utstederkundenes informasjon om økonomiske prognoser, verdivurdering og risiko knyttet til et utvalg plasseringsoppdrag, samt foretakets generelle opplysninger om risiko på sine nettsider.

Foretakets virksomhet er konsentrert om tilrettelegging og plassering av egenkapitalemisjoner i små unoterte tidligfaseselskaper, via den digitale plattformen folkeinvest.no.

Denne tilsynsrapporten bygger på Finanstilsynets foreløpige rapport fra 7. mai 2025 ("rapporten") og foretakets styres kommentar til denne datert 12. juni 2025 ("tilsvaret").

2 Finanstilsynets oppsummering

Finanstilsynet konkluderer i denne rapporten med at foretaket for enkelte investeringstilbud ikke har sørget for tilfredsstillende kvalitetssikring av utstederkundens budsjetter og at foretakets beskrivelse av risiko for enkelte investeringstilbud og på foretakets hjemmeside ikke har vært tilstrekkelig balansert, klar eller synlig for å tilfredsstille verdipapirhandellovens krav til investorbeskyttelse. Finanstilsynet kommenterer også foretakets håndtering av verdivurderingsprosessen knyttet til enkelte investeringstilbud. Finanstilsynets bemerkninger er fulgt opp av foretaket.

3 Finanstilsynets vurderinger og konklusjon

3.1 Informasjon om utstederselskapers budsjetter

Finanstilsynet kommenterte i rapporten særlig to plasseringer. Vi bemerket at informasjonen til investorkundene viste en budsjettert inntektsøkning fra inneværende år til påfølgende år fra MNOK 5 til MNOK 49,7 i det ene prosjektet og fra MNOK 0,4 til MNOK 9,3 i det andre prosjektet. Vi påpekte også at foretakets oversendte dokumentasjon ikke viste kommunikasjon med utstederselskapene hvor foretaket i nevneverdig grad utfordret utstедers budsjetter og prognoser.

Foretaket understreker i tilsvaret at det som ledd i kontrollen av informasjon og dokumentasjon som mottas fra utstederselskapene alltid har direkte dialog med utsteder gjennom hele prosessen knyttet til budsjetter og finansiell tilstand, mv. Dialogen foregår både skriftlig per e-post, via telefon og i møter (fysisk eller digitalt). Foretaket har ettersendt ytterligere dokumentasjon som viser en mer omfattende dialog med de to utstederselskapene.

Finanstilsynet ser i den ettersendte dokumentasjonen at foretaket i flere runder har stilt spørsmål ved og bedt om nærmere redegjørelser for utstedernes budsjetter, og at en av utstederne i

prosessen nedjusterte opprinnelig budsjett. Det er allikevel vår konklusjon at det var såpass stor usikkerhet knyttet til de relativt optimistiske budsjettene at foretaket i de to prosessene burde gått lenger i sin kvalitetssikring og krevd ytterligere nedjustering av budsjettene som ble presentert for investorer. Budsjettering må nødvendigvis gjøres i forkant, men en etterkontroll av de faktiske regnskapene i disse to tilfellene viser at oppnådde driftsinntekter for det aktuelle kalenderåret ble vesentlig lavere enn budsjettet.

Finanstilsynet understreker at når et verdipapirforetak yter investeringstjenesten plassering av finansielle instrumenter, og dermed inntar en mellommannsrolle mellom utsteder og investorer, så har investorene en berettiget forventning om at foretaket – gjennom grundige og selvstendige undersøkelser av utstederselskapet – kvalitetssikrer informasjonen som inngår i tilbudet det har påtatt seg å formidle. Felles for de to undersøkte utstederselskapene er at de er relativt nyopprettet med kort historikk og lav omsetning å basere prognoser og budsjetter på. Dette – kombinert med at de fleste av foretakets investorkunder er ikke-profesjonelle uten inngående kjennskap til regnskap og budsjetter – stiller ekstra strenge krav til foretakets kvalitetssikring av informasjonen som ledd i investorbeskyttelsen. Finanstilsynet forventer at verdipapirforetak i sin kvalitetssikring av utsteders opplysninger og budsjetter utgjør et reelt korrektiv til, og gjør en reell "sanity check" av, gründeres og tidligfase-selskapers iboende og forståelige fremtidsoptimisme.

Foretaket informerer i tilsvaret om flere tiltak som er besluttet iverksatt etter mottak av rapporten, for ytterligere å styrke prosessen knyttet til kvalitetssikring av, og informasjon til investorer om, utstederselskapets budsjetter.

Det er Finanstilsynets konklusjon at foretaket i de undersøkte tilfellene ikke har sørget for tilfredsstillende kvalitetssikring av utstederselskapets presenterte budsjetter, i strid med verdipapirhandellovens (vphl.) krav til investorbeskyttelse, jf. vphl. §§ 10-9 (1) og 10-10 (1). Finanstilsynet tar foretakets beskrevne tiltak til etterretning.

3.2 Verdivurdering av utstederselskaper

Finanstilsynet kommenterte i rapporten særlig to plasseringer, og de verdivurderingene som her dannet grunnlaget for fastsettelse av tegningskursen:

Utsteder 1 (plassering september 2022):

Utstederselskapet gjennomførte en emisjon i 2020 hvor tegningskursen var NOK 50 pr. aksje. I to påfølgende emisjoner i juni og juli 2022 var tegningskursen nesten firedoblet til NOK 190 pr. aksje. Disse emisjonene var gjennomført av andre utenfor foretakets plattform. Selskapets resultater ble kraftig forverret i perioden 2021-2023.

Tegningskursen i emisjonen på foretakets plattform i september 2022 ble også satt til 190 kroner per aksje. Foretaket har opplyst at det anså at en tegningskurs på NOK 190 pr. aksje er validert gjennom de to foregående emisjonene. Det ble også sett hen til en ekstern verdivurdering utarbeidet i desember 2021 som – basert på en neddiskontering av utsteders egne fremtidige estimater (DCF-analyse) og deretter nedjustert med 75% pga. usikkerhet – kom frem til en verdi på NOK 215,8 pr. aksje.

Finanstilsynet bemerket i rapporten at vi ikke kunne se i mottatt dokumentasjon noen informasjon eller dialog mellom foretaket og utstederselskapet om grunnlaget for verdsettelsen, herunder en nærmere undersøkelse av de to foregående eksternt gjennomførte emisjonene. Når inntekter og driftsresultat i utstederselskapet ble kraftig redusert mens tegningskursen ble nesten firedoblet i samme periode, så stilte Finanstilsynet seg kritisk til hvordan dette var behandlet av foretaket. Vår foreløpige vurdering var at foretaket ikke har sørget for en reell verdivurdering i dette tilfellet.

Utsteder 2 (plassering november 2023):

Utstederselskapet gjennomførte en emisjon i 2021 hvor tegningskursen var NOK 1,75 pr. aksje. Foretaket plasserte deretter en emisjon i dette utstederselskapet på sin plattform i 2022 hvor tegningskursen var mer enn doblet til NOK 4,24 pr. aksje. I den påfølgende emisjonen i 2023

ble også tegningskursen satt til NOK 4,24 pr. aksje. Selskapets resultater var stabilt negative i 2022-2023 og ble forverret i 2024.

Foretaket har opplyst at tegningskursen ble satt basert på verdsettelsen ved emisjonen i 2022, og at tegningskursen i 2022 var basert på verdsettelsen ved emisjonen i 2021 *"og vi har derifra lagt verdi på det som er oppnådd siden"*, uten at dette påslaget var dokumentert nærmere. Det opplyses at det også er sett hen til sammenlignbare historiske transaksjoner, multipl- verdsettelse og DCF-analyse.

Finanstilsynet bemerket i rapporten at vi ikke kunne se i mottatt dokumentasjon noen informasjon eller dialog mellom foretaket og utstederselskapet om grunnlaget for verdsettelsen. Det var vår vurdering at verdsettelsen i november 2023 bygger på svakheter fra verdsettelse i tidligere emisjoner uten kvantifiserbare størrelser eller noen form for dokumentasjon. Vår foreløpige vurdering var at foretaket heller ikke i dette tilfellet har sørget for en reell verddivurdering.

Foretaket redegjør i tilsvaret for de ulike kontrollfasene fra signert kundeavtale med utstederkunde til gjennomført emisjon på foretakets plattform. Foretaket understreker at verdsettelse er et sentralt tema både i forkant av kundeavtalen og i de ulike kontrollfasene, og at verdien som presenteres i investeringstilbudet skal være et resultat av en forsvarlig og etterprøvbart prosess. Foretaket bemerker at dialogen med utstederkunden foregår både skriftlig per e-post, via telefon og i møter (fysisk eller digitalt). Foretaket har ettersendt ytterligere dokumentasjon som viser en mer omfattende dialog med de to utstederselskapene.

Foretaket forklarer at det før investeringstilbudet publiseres på foretakets plattform krever at utsteder gjennomfører en "valideringsfase" hvor markedsinteressen sjekkes og verddivurderingen valideres ved at utsteder selv sikrer tegning av minst 30% av emisjonens målsum fra egne forbindelser. Foretaket understreker at investorer som tegner i denne fasen ofte er mer rutinerter investorer med erfaring fra investering i tidligfase-selskaper. Foretaket skriver at det ved flere anledninger har terminert kundeforhold der utstederkunder ikke har klart å oppfylle kravene som foretaket stiller i denne valideringsfasen, i hovedsak grunnet manglende forankring av markedsverdi. Foretaket forklarer videre at emisjonen i en periode på minimum to uker etter valideringsfasen er åpen kun for investorer som utsteder selv henvender seg til, før den offisielle tegningsperioden starter. Etter denne såkalte "spredningsfasen" er hovedregelen etter det opplyste at minimum 60% av emisjonens målsum skal være tegnet før tegningsperioden åpnes for alle foretakets investorkunder, og at det dermed stilles ytterligere krav om bekreftelse av markedsinteresse og emisjonskurs før den offisielle tegningsperioden starter.

Foretaket har oversendt dokumentasjon knyttet til Utsteder 1 som bl.a. viser mer omfattende dialog om verddivurdering, samt tegningslister fra de to emisjonene gjennomført i forkant av foretakets plassering i september 2022. Foretaket skriver i denne forbindelse at *"Vurderingen av tegningsgrunnlaget viste at investorene i de to foregående emisjonene bestod av både profesjonelle og ikke-profesjonelle investorer. Samtidig observerte Foretaket at flere av de ikke-profesjonelle investorene, basert på navnesøk og annen tilgjengelig informasjon, er enkeltpersoner med betydelig erfaring og innsikt i olje- og gassnæringen – eksempelvis gjennom tidligere roller i industrien. Dette ble tolket som en indikasjon på at emisjonene hadde tiltrukket seg kvalifisert kapital"*. Foretaket opplyser videre at 55% av emisjonens målsum ble tegnet i valideringsfasen.

Foretaket har oversendt dokumentasjon knyttet til Utsteder 2 som bl.a. viser mer omfattende dialog om verddivurdering. Foretaket opplyser at 32% av emisjonens målsum ble tegnet i valideringsfasen.

Foretaket informerer i tilsvaret om flere tiltak som er besluttet iverksatt etter mottak av rapporten, for ytterligere å styrke kontrollen med verddivurderingsprosessen.

Finanstilsynet tar foretakets redegjørelse og ettersendte dokumentasjon til etterretning. Vi ser i den ettersendte dokumentasjonen at foretaket i flere runder har stilt spørsmål ved og bedt om nærmere redegjørelser for verddivurderingene av de to utstederne. Det kan i disse to tilfellene etter vår mening diskuteres hvor reelle de to verddivurderingene som lå til grunn i de to plasseringene var, særlig hva gjelder Utsteder 2. De beskrevne kontrollfasene, med terskelkrav til forhåndstegninger

fra presumtivt erfarne investorer i validerings- og spredningsfasen, bidrar imidlertid langt på vei til å validere emisjonskursen som ble lagt til grunn i de to plasseringene. Finanstilsynet forventer uansett at foretaket sørger for at verddivurderingen som danner grunnlaget for emisjonskursen er godt dokumentert slik at potensielle investorer kan forstå forutsetningene som er lagt til grunn.

3.3 Informasjon om risiko

Finanstilsynet kommenterte i rapporten både foretakets opplysninger om risiko i investorpresentasjoner knyttet til enkelt-plasseringer og generelle opplysninger om risiko på foretakets hjemmeside.

Risikobeskrivelser i investorpresentasjoner knyttet til enkelt-plasseringer

Finanstilsynet bemerket at det i prospektet knyttet til en plassering i september 2022 opplyses om forskjellige typer risiko i forbindelse med plasseringen og utstederselskapet, men at flere av risikoforholdene tones sterkt ned og beskrives snarere som muligheter enn som risiko. Vi skrev også at foretaket har opplyst at det etter gjennomføringen av denne aktuelle plasseringen avdekket i det løpende kontrollarbeidet at avsnittet om risikoforhold i investeringstilbudet og i nasjonalt prospekt ikke beskrev godt nok alle risikoforhold relatert til å investere i selskapet hva gjelder budsjetter og verdsettelse. Foretaket har derfor etter det opplyste jobbet systematisk med å forbedre denne risikobeskrivelsen og mener en sammenligning mot senere investeringstilbud synliggjør forbedringsarbeidet som er gjennomført.

Vi skrev i rapporten at gjennomgang av dokumentasjon for plasseringer gjennomført på foretakets plattform etter september 2022 viste flere tilfeller hvor det var avvik fra foretakets egen veiledning om risiko og hvor risikoforholdene tones ned, og viste til konkrete eksempler. Vår foreløpige vurdering var at foretakets beskrivelse av risiko i de nevnte tilfellene er i strid med verdipapirhandellovens krav til investorbeskyttelse.

Risikobeskrivelser på foretakets hjemmeside

Finanstilsynet påpekte i rapporten at for å finne informasjon om risiko ved investering i unoterte aksjer via foretakets hjemmeside folkeinvest.no, så må en enten klikke seg inn på "Investor", videre til "Slik fungerer det" og videre ned til lenken til informasjon om risiko under "high risk, high reward". Alternativt må en bevege seg helt nederst på foretakets nettside og klikke på lenken for investeringsrisiko for å få informasjon om risiko ved investering i unoterte aksjer.

Vår foreløpige vurdering var at foretaket må synliggjøre bedre på forsiden av sin hjemmeside klar og tydelig informasjon om risikoen som knytter seg til investeringer i unoterte aksjer. Informasjonen her kan være kortfattet, med utvidet beskrivelse via en lenke, men den må være fremtredende og lett synlig.

Foretaket skriver i tilsvaret at det er særlig opptatt av at risikovurderingene skal være spesifikke og tilpasset den enkelte investering, og legger derfor stor vekt på kvaliteten i dette arbeidet. Foretaket opplyser at det ikke er mulig for interessenter å tegne seg uten først å ha mottatt risikobeskrivelsen og risikofaktorene i det enkelte investeringstilbudet. Foretaket sier seg imidlertid enig i at det har vært utfordrende å få tilgang til risikobeskrivelsene via foretakets hjemmeside med mindre man faktisk starter tegningsprosessen. Foretaket informerer i tilsvaret om flere tiltak som er iverksatt eller besluttet iverksatt etter mottak av rapporten for å styrke synliggjøringen og tilgjengeligheten av risikoinformasjon, også der interessenter ikke trer inn i den formelle tegningsprosessen.

Som kjent er den samlede risikoen ved investeringer i unoterte aksjer høy, og det er knyttet stor usikkerhet til den økonomiske utviklingen i tidligfase-selskaper, som utgjør majoriteten av foretakets utstederkunder. Dette, kombinert med lite regulering av unoterte utstederes informasjonsplikt, skjerper kravene til hva som utgjør hensiktsmessig veiledning og advarsel om risiko forbundet med investering i slike aksjer iht. vphl. § 10-10 (1), (2), (4) og (8). Artikkel 44 i delegert kommisjonsforordning (EU) 2017/565, jf. verdipapirforskriften § 2-2, presiserer blant annet at opplysningene skal være godt synlig og angi relevante risikoer på en forståelig måte for den gjennomsnittlige mottaker.

Foretakets investorkunder er i all hovedsak ikke-profesjonelle og flertallet av disse har lav kunnskap om risikoen knyttet til unoterte aksjer. Det er Finanstilsynets konklusjon at foretakets beskrivelse av risiko i de nevnte plasseringene og på hjemmesiden ikke har vært tilstrekkelig balansert, klar eller synlig for å tilfredsstille verdipapirhandellovens krav til investorbeskyttelse. Vi tar til etterretning foretakets gjennomførte og varslede tiltak.

For Finanstilsynet

Roy V. Halvorsen
seksjonsleder

Elise Ødegård
senior tilsynsrådgiver

Dokumentet er godkjent elektronisk.