



FINANSTILSYNET

THE FINANCIAL SUPERVISORY
AUTHORITY OF NORWAY

NJORD ALTERNATIVE INVESTMENTS AS
Cort Adellers gate 30
0254 OSLO

Vår referanse
24/8885
Deres referanse

27.04.2026

Tilsynsrapport

1 Innledning

Finanstilsynet har gjennomført tilsyn med Njord Alternative Investments AS. Det ble gjennomført møte med foretaket 5. september 2024. Denne tilsynsrapporten bygger på Finanstilsynets foreløpige rapport fra 6. februar 2026 og styrets kommentar til denne fra 13. mars 2026.

2 Finanstilsynets oppsummering

Formålet var å gjennomføre et tilsyn med utgangspunkt i forvaltningen av Kjeller Eiendomsinvest AS (fondet). Tilsynet avdekket svakheter i foretakets generelle retningslinjer og prosesser for forvaltning av alternative investeringsfond. Det er Finanstilsynets vurdering at foretakets retningslinjer, rutiner og prosesser knyttet til etablering av fond, håndtering av interessekonflikter, risikostyring, verdsettelse og likviditetsstyring ikke tilfredsstillende kravene i AIF-loven med forskrifter. Manglene anses alvorlige og svekker etter Finanstilsynets vurdering foretakets evne til å ivareta andelseiernes interesser på beste måte i samsvar med kravene til god forretningsskikk.

Tilsynet avdekket svikt i forbindelse med oppstarten av fondet. Fondet ble etablert på vilkår som avvok fra forutsetningene i prospektet. Etter Finanstilsynets vurdering har ikke foretaket foretatt slike kritiske og selvstendige vurderinger av prosjektet som kreves av en forvalter som har som sin viktigste oppgave å påse at investorenes og fondets interesser ivaretas på best mulig måte, i tråd med kravene til god forretningsskikk.

Finanstilsynet er kritisk til at foretaket, med styret som øverste ansvarlige, selv etter påpekninger i forbindelse med tilsyn avsluttet i 2022, ikke har sørget for å opptre tilstrekkelig uavhengig fra konsernselskaper, herunder i forbindelse med etablering av nye fond.

På bakgrunn av den tid som har gått og foretakets pågående forbedringsarbeid, herunder tiltak for å styrke risikostyringen, avsluttes tilsynet uten administrative sanksjoner. Finanstilsynet påpeker at det er grunnleggende viktig at foretaket klarer å operasjonalisere de oppdaterte rutinene og forbedre sine beslutningsprosesser. Styret må i denne forbindelse sørge for en rapportering om virksomheten som er egnet til at styret kan vurdere om rutinene er effektivt gjennomført.

3 Finanstilsynets vurderinger

3.1 Etablering av fondet

Forvalter skal etter AIF-loven § 3-2 utøve virksomheten i samsvar med god forretningsskikk. Forvalter skal påse at investorenes, fondenes og markedets integritet ivaretas på beste måte, som nærmere angitt i bestemmelsen. Kravene innebærer blant annet at forvalter må sørge for best mulig resultat for fond og investorer i forbindelse med forhandlinger og inngåelser av avtaler og

investeringsbeslutninger på vegne av fondet. Forvalterens plikter gjelder gjennom hele fondets levetid, inkludert i etableringsfasen. Forvalter må sørge for at etablering av fond og gjennomføring av investeringer gjennomføres i samsvar med prospekt og annen fondsdokumentasjon.

Ifølge AIF-loven § 3-3 skal forvalter søke å unngå at det oppstår interessekonflikter. Det kreves tiltak for å identifisere, håndtere og overvåke interessekonflikter. I tilfeller andre konsernselskaper er involvert i prosessen med å etablere fondet, må forvalter være særlig oppmerksom. Forvalter må sørge for å etablere tilstrekkelige tiltak for å minimere risikoen for at interessene til andelseierne nedprioriteres til fordel for andre aktører som er involvert i prosessen. Informasjon om interessekonflikter kan ikke erstatte andre tiltak, som for eksempel å etablere uavhengige og dokumenterte beslutningsprosesser.

Foretaket besluttet å etablere fondet i produktgodkjenningsmøte 7. juli 2022. Formålet var å investere i eiendommer i Jogstadveien på Kjeller. Investeringsmuligheten ble først presentert for foretaket 1. juni 2022 av foretakets morselskap, Njord Securities AS. Budaksept og pris ble vurdert som markedsmessige basert på verddivurdering fra tredjepart. Det ble reist spørsmål om finansiering og nøkkeltall, men vurderingene er ikke utdypet i dokumentasjonen. Forvalter fikk tillatelse til å markedsføre fondet til ikke-profesjonelle investorer 20. desember 2022, og tegningsperioden var 23. desember 2022 til 5. februar 2023.

Ifølge prospektet skulle eiendomsinvesteringen på 591,5 millioner kroner finansieres gjennom en kombinasjon av banklån på til sammen 370 millioner kroner (to transjer på henholdsvis 280 og 90 millioner kroner) og egenkapital fra investorer på 221,5 millioner kroner. Emisjonsbeløpet kunne økes til 230 millioner kroner dersom det ble nødvendig for å oppnå tilstrekkelig egenkapital til å gjennomføre den planlagte eiendomsinvesteringen. Finanstilsynet forstår det slik at bakgrunnen for en mulig forhøyelse var å ha noe fleksibilitet i tilfelle lånefasiliteten ble lavere enn indikert. Estimert belåningsgrad av underliggende eiendomsverdier ville i henhold til prospektet utgjøre ca. 61,7 prosent ved overtakelse.

Ifølge prospektet skulle emisjonen kanselleres dersom egenkapitalen fra emisjonen sammenholdt med den beskrevne lånefasiliteten ikke var tilstrekkelig til å erverve 100 prosent av aksjene i målselskapene. Det fremgår videre av prospektet at gjennomføring av emisjonen var betinget av at det ble innhentet tilstrekkelig egen- og fremmedkapital som muliggjør erverv av eiendommen.

Ved tegningsperiodens slutt var det ikke hentet tilstrekkelig egenkapital fra investorer. Distributørene inngikk da avtale med selger av eiendommene om å tegne aksjer for 19,5 millioner kroner, hvorav selger tegnet 2/3 av dette. Det ble også avtalt selgerkreditt på 7,5 millioner kroner og lånefasiliteten ble økt.

Kjøpet av eiendommene ble gjennomført i mars 2023 til den prisen som ble avtalt i juli 2022, og til tross for en vesentlig annen finansiering enn det som følger av prospektet.

Prospektet opplyser om årlige avdrag på 1,8 millioner kroner. På grunn av økt banklån med kortere nedbetalingstid ble fondet initielt etablert med årlig avdrag på 7,75 millioner kroner. Selgerkreditten skulle videre nedbetales med 3,75 millioner kroner årlig over to år.

Etter Finanstilsynets vurdering ble fondet etablert på vilkår som på sentrale punkter avvek fra forutsetningene i prospektet. Investorene ble ikke informert om endrede finansieringsbetingelser forut for gjennomføringen, eller stilt spørsmål om de ønsket å opprettholde sin tegning. Forvalter har ikke dokumentert vurderinger eller beslutningsprosesser vedrørende manglende oppkapitalisering, eller en beslutning om å igangsette prosjektet under de endrede forutsetninger.

Foretaket har opplyst at de i løpet av høsten 2022 ikke revurderte eiendomsverdien, eller forsøkte å reforhandle kjøpesummen. Både endringer i finansieringen og informasjonen i prospektet om betingelsene for igangsettelse, samt endrede markedsforhold, skulle tilsa at foretaket gjorde grundige og dokumenterte økonomiske og juridiske vurderinger forut for gjennomføringen av

kjøpet. Finanstilsynet viser herunder til at høsten 2022 var preget av stor usikkerhet og lavt transaksjonsvolum i markedet for næringseiendom. Dette reflekteres også i foretakets risikorapport for Q4 2023, der det fremgår at eiendomsmarkedet hadde vært i en negativ trend siden Q1 2022, samtidig som renten hadde gått opp.

Både foretaket, andre konsernselskaper og selger av eiendommene hadde en betydelig økonomisk interesse i at fondet ervervet eiendommene. Ifølge prospektet ville foretaket og konsernselskaper motta inntil ca. 24 millioner kroner i honorarer, inkludert tegningshonorar på inntil 4,5 prosent av tegningsbeløpet ved fulltegning. Prospektet inneholdt informasjon om disse honorarene og iboende interessekonflikter. Foretaket har imidlertid ikke lagt frem noen vurderinger eller tiltak knyttet til den situasjonen som oppstod som følge av at det ikke var innhentet tilstrekkelig egenkapital. Distributørene fikk tegnet seg for andeler for å få gjennomført transaksjonen, og dermed også realisert sine honorarer. Tilsvarende har forvalter heller ikke dokumentert hvordan interessekonflikten som følge av at selger av eiendommene både tegnet seg for andeler og innvilget selgerkreditt ble håndtert. Investorer ble heller ikke opplyst om at det ble nødvendig at distributører og selger deltok i emisjonen for å innhente tilstrekkelig egenkapital.

Foretaket er ifølge tilsvaret enig i at fondet ble etablert på vilkår som til dels avviker fra forutsetningene presentert i prospektet, og at disse endringene hadde innvirkning på låneprofil og estimert avkastning. Endringene skulle ifølge foretaket ikke ha skjedd uten at investorene på forhånd ble informert om dette.

For så vidt gjelder kildene til fremmedkapital, viser foretaket til at prospektet åpner for andre former for finansiering enn de to banklånene, og at det avgjørende er at graden av belåning ble begrenset til 65 prosent. Selgerkreditten ble fremforhandlet under instruks fra forvalter om at belåningsgraden ble overholdt og at kreditten ikke ble dyrere enn bankfinansieringen. For så vidt gjelder størrelsen på avdragene viser foretaket til at det etter lansering ble forhandlet frem utsettelse av forfallene på selgerkreditten, og viser til avdrag beskrevet i overtakelsesrapport. Finanstilsynet påpeker at beløpene for avdrag på lån er inkonsistente i henhold til overtakelsesrapporten, og at foretaket ikke har lagt frem dokumentasjon på avtale om utsettelse av avdrag på selgerkreditten.

Investorene ble ifølge tilsvaret ikke informert om endelig finansieringsstruktur før endelig tegning, slik de skulle. Investorene ble ifølge foretaket opplyst om dette kort tid etter overtakelsen gjennom overtakelsesrapporten.

Foretaket viser til at det ble gjort grundige og løpende vurderinger av prosjektet gjennom høsten og vinteren i takt med endrede markedsforhold, der også styret var involvert, og at konklusjonen forble at prosjektet ville være i andelseiernes interesse. Finanstilsynet påpeker at det ikke er fremlagt dokumentasjon som viser disse vurderingene. Foretaket har likevel identifisert klare forbedringspunkter, særlig hvordan foretaket skal forholde seg til endrede forutsetninger underveis og hvordan slike endringer skal kommuniseres til investorene. Disse forbedringspunktene vil ifølge foretaket innarbeides i nye prosedyrer for etablering av fond.

Andre konsernselskaper står for det vesentlige av arbeidet i forbindelse med etableringen av de fond som forvaltes av foretaket. Foretaket kan i begrenset grad dokumentere at det foretar vurderinger på selvstendig grunnlag. Dialogen er i stor grad muntlig og i form av e-poster, og ikke gjennom formaliserte prosesser med dokumentert saksfremleggelse, behandling i produktkomité, styremøter og andre fora, og protokoller som kan dokumentere vurderinger og beslutninger.

Det er Finanstilsynets konklusjon at foretaket ikke har foretatt slike kritiske og selvstendige vurderinger av prosjektet som kreves av en forvalter som har som sin viktigste oppgave å påse at investorenes og fondets interesser ivaretas på best mulig måte, i samsvar med kravene til god forretningsskikk. Finanstilsynet ser alvorlig på at foretaket ikke har dokumentert vurderinger av hvordan endringer i markedsforhold og finansiering av prosjektet påvirket prosjektets risiko, lønnsomhet og resultatmål, og om etablering av fondet fortsatt ville være i investors interesse.

Finanstilsynet finner det skjerpene at foretaket i etterkant av tilsynet fra 2022 ikke har sikret at foretaket foretar selvstendige vurderinger av investeringer.

Eiendomsverdiene ble ikke revurdert i forbindelse med gjennomføringen av eiendomskjøpet, til tross for markedsendringer og økte renter. Forvalter skal i henhold til AIF-loven § 3-10 annet ledd foreta en verddivurdering av fondets eiendeler i forbindelse med kapitalendringer. Dette gjelder også ved den kapitalforhøyelse som finner sted i forbindelse med etableringen. Foretaket har ikke sørget for å innhente oppdatert verdsettelse, for å sikre av fondet ble igangsatt på grunnlag av en korrekt verdsettelse av eiendommene.

Foretaket har ikke dokumentert en forsvarlig håndtering av de interessekonfliktene som oppstod som følge av de ulike aktørers betydelige økonomiske incentiver til å få etablert fondet. Slik Finanstilsynet ser det har foretaket satt egne og konsernselskapers interesser foran investorenes interesser ved å gjennomføre etableringen av fondet på foreliggende vilkår.

3.2 Verdivurdering av fondets eiendeler

Forvalter skal etter AIF-loven § 3-10 annet ledd beregne verdien av fondets eiendeler og netto andelsverdi regelmessig, og minst årlig. Verdsetting av fondets eiendeler danner utgangspunktet for forvalters beregning av korrekt netto andelsverdi i fondet. Forordning (EU) 231/2013 artikkel 72, som gjelder som forskrift, pålegger forvalteren å sikre at netto andelsverdi per andel beregnes ved hver emisjon, tegning, innløsning eller mortifikasjon. Verdivurderingen skal baseres på forvalterens retningslinjer for korrekt og uavhengig verdivurdering av fondets eiendeler, og forvalteren skal sikre at antallet andeler kontrolleres minst like ofte som prisen på andelen beregnes.

Forordningen stiller krav til retningslinjer og prosesser for verdsetting, blant annet i artikkel 67 og 71. Disse skal sikre at verdsettingsprosessen er transparent, dokumentert og at det finnes rutiner for kontroll av verdien, spesielt der det foreligger risiko for feil eller verdsettingen er basert på illikvide markeder eller tilknyttede parter.

Foretakets rutine for verdivurdering er generelle og ikke tilpasset det aktuelle fondet. Rutinen gir ikke detaljer om hva som inngår i verdivurderingen, eller hvordan eksterne verdivurderinger kontrolleres. Under tilsynet ble det forklart at forvalter kontrollerer faktiske detaljer om eiendommer og leieforhold, men ikke om gjeldende markedsforhold er reflektert i verdsettingen.

Ekstern verdivurdering for 31. desember 2023 ble ifølge foretaket ikke benyttet som grunnlag for forvalters beregning av VEK pr 31. desember 2023 grunnet feil, og det ble i stedet brukt en vurdering fra 1. mars 2024. Den fremlagte dokumentasjonen viser ikke at forvalter var involvert i dialogen om verdsettingen av eiendommen, eller at det ble gjort noen justeringer av verdsettingen for utgangen av 2023. Foretaket hadde ingen fondsspesifikke rutiner for verdsetting, eller kontroll av tredjeparts verdivurderinger.

Foretaket ser at det skulle vært utarbeidet egne rutiner for hvert fond, men påpeker i tilsvaret at det er få reelle forskjeller i metodikken anvendt på tvers av eiendomsfondene. Foretaket viser til at det blir gjort en grundig gjennomgang av status for hvert fond i styremøtene, og at verdivurderinger inngår under dette punktet. Foretaket har iverksatt en prosess med å utarbeide fondsspesifikke rutiner, og disse vil bli gjenstand for en årlig ekstern gjennomgang og eventuell oppdatering.

Foretaket har ikke etablert tilstrekkelige rutiner for verdsettelse av hvert fond, slik lovverket krever. Mangelen på spesifikke rutiner gjør det også vanskelig for depotmottaker å kontrollere om fondet er korrekt verdsatt. Finanstilsynet ser det som kritikkverdig at forvalter ikke har deltatt aktivt i verdivurderingen, og at dialogen i stor grad har vært overlatt til tilrettelegger. Foretaket oppfyller ikke kravene til korrekt og uavhengig verdivurderinger, og har heller ikke endret rutiner etter merknader fra tilsyn i 2022.

3.3 Risikostyring og -rapportering

AIF-loven § 3-7 annet ledd og forordning (EU) 231/2013 krever at forvalter har systemer for løpende identifisering, måling, styring og overvåking av alle relevante risikoer for hvert fond. Forvalter skal ha en permanent risikostyringsfunksjon som jevnlig skal rapportere til styret om overholdelsen av risikogrenser og -profil, samt om risikostyringsprosessens effektivitet og tilstrekkelighet. Risikofunksjonen skal fastsette og overvåke både kvantitative og kvalitative risikogrenser, samt ha metoder for at slike at grenser overholdes. Forvalter skal videre ha prosedyrer og prosesser som sikrer at det blir iverksatt tiltak som sikrer investorers interesser ved faktiske eller forventede brudd på fastsatte risikogrenser.

Foretaket hadde på tilsynstidspunktet en overordnet rutine for risikostyring, men hadde ikke fondsspesifikke rutiner eller prosesser for fastsettelse av risikogrenser og identifisering av risiko. Foretaket viste under tilsynet til risikofaktorer i prospekter. Risikofaktorene omtalt i prospektet omtales i begrenset grad i risikorapportene. Risikoapporten for Q4 2023 refererer til likviditets-, motparts-, operasjonell- og markedsrisiko, men uten definisjon av risikogrenser eller tiltak.

Ifølge den generelle rutinen skal ansvarlig for risikostyringsfunksjonen avgi rapport til ledelsen og styret minst hvert kvartal. Rapporteringen til styret viser seg å ha vært sporadisk og mangelfull. For det aktuelle fondet var det kun sendt én rapport til styret de første 16 månedene. Risikostyring var ikke et fast agendapunkt i styremøter. Risikorapportene benyttet til dels utdaterte og feilaktige data, og det var ikke dokumentert hvilke tiltak som skulle iverksettes ved faktiske eller forventede brudd på risikogrenser.

Ifølge tilsvaret hadde styret på tilsynstidspunktet etterspurt mer risikorapportering fra administrasjonen. Dette var under utarbeidelse, og arbeidet ble utvidet etter tilsynsmøtet. Foretaket er enig i at organiseringen av risikostyringsfunksjonen ikke har vært god nok, men mener at styret har fulgt opp området løpende. Foretaket har gjort endringer og inngått en avtale om utkontraktering av risikostyring. Foretaket er i prosess med å utarbeide nye rutiner for risikostyring, i samarbeid med oppdragstaker.

Det er Finanstilsynets vurdering at foretaket har hatt vesentlige mangler i risikostyringsfunksjonen. Det er ikke etablert tilstrekkelige fondsspesifikke rutiner for risikostyring i samsvar med lovkravene, og rutinen manglet klare prosedyrer for håndtering av brudd på risikogrenser. Rapporteringen til styret var mangelfull, med til dels utdaterte og feilaktige data, og rapportene ble ikke behandlet som ordinære styresaker. Etter Finanstilsynets vurdering har ikke styret utøvd en effektiv kontroll av risikostyringen i foretaket.

3.4 Likviditetsstyring og stresstesting av likviditet

AIF-loven § 3-9 og kommisjonsforordning 231/2013 krever at forvalter har systemer og retningslinjer for likviditetsstyring, overvåking av likviditetsrisiko og regelmessig stresstesting av fondets likviditet. Etter kommisjonsforordning 2013/231 artikkel 47 skal forvalter ha systemer og metoder som sikrer at likviditetsnivået er tilstrekkelig ut fra fondets forpliktelser. Etter artikkel 48 skal forvalter for hvert fond fastsette hensiktsmessige grenser for fondets likviditet eller illikviditet, som er i samsvar med dets underliggende forpliktelser og retningslinjer for innløsning, og kravene til kvantitative og kvalitative risikogrenser. Forvalteren skal overvåke overholdelsen av disse grensene, og dersom grensene blir eller risikerer å bli overskredet, skal rutinene fastsette hvilke tiltak som skal treffes. I ESMA's retningslinjer om kravene til stresstesting av likviditet, som Finanstilsynet legger til grunn i sin tilsynspraksis, forutsettes at forvalter utarbeider modeller tilpasset det enkelte fond for å identifisere risikofaktorer, scenarioer, indikatorer og resultater som kan påvirke et fonds evne til å møte forpliktelser. Det anbefales at stresstestene gjennomføres hvert kvartal om ikke fondets særtrekk tilsier noe annet.

I henhold til foretakets rutine for likviditetsstyring er likviditetsrisikorammer for det enkelte fond tatt inn i fondets prospekt. Ifølge prospektet skal fondet til enhver tid ha en tilstrekkelig

likviditetsreserve til å møte kommende forpliktelser. Det er ikke redegjort nærmere for, eller definert hva som menes med "tilstrekkelig likviditetsreserve", og det er ikke gitt ytterligere beskrivelse av likviditetsgrenser i foretakets rutiner. Det er ikke spesifisert i verken rutineverk eller prospekt hvilke kriterier som ligger til grunn for at foretaket skal iverksette tiltak, eller hva tiltakene skal innebære.

Ifølge oversendt dokumentasjon og foretakets kommentarer under tilsynet gjennomføres likviditetsstyringen ved å overvåke likviditetsrisikoen i fondet. Foretaket følger opp fondets kontantstrøm og måler dette mot estimert kontantstrøm (per år), som beskrevet i prospektet.

Ifølge foretakets rutiner for likviditetsstyring skal det, når relevant, gjennomføres jevnlig stresstester og scenarioanalyser. Disse skal kunne ta høyde for endringer i markedsforhold som kan påvirke fondene negativt, og kunne ta høyde for økt likviditetsrisiko under ekstraordinære omstendigheter.

Foretaket hadde på tilsynstidspunktet kun gjennomført likviditetsstresstesting av fondet én gang siden oppstart. Resultatet av stresstesten inngikk i risikorapporten for Q4 2023. Testen inkluderte ikke historiske og hypotetiske scenarioer, vurdering av datakvalitet, eller beskrivelse av tiltak for å forbedre likviditeten i fondene. Finanstilsynet kan ikke se at foretaket har vurdert eller besluttet at det er tilstrekkelig med sjeldnere gjennomføring av likviditetsstresstesting enn hvert kvartal.

Foretaket erkjenner at rutineverket på fondsnivå har vært mangelfullt. Foretaket reviderte rutinene for likviditetsstyring i desember 2024, og har gjennomført ytterligere revisjon, samt fastsatt nye praktiske prosedyrer for likviditetsstyring i 2026.

Det er Finanstilsynets vurdering at foretaket ikke hadde gjennomført tilstrekkelig grundig likviditetsstresstesting i henhold til kravene. Finanstilsynet er kritisk til at rutineverk for styring av likviditetsrisiko har vært mangelfullt.

Finanstilsynet ber foretaket sende kopi av tilsynsrapporten til foretakets revisor.

For Finanstilsynet

Britt Hjellegjerde
seksjonsleder

Håvard Tveit
senior tilsynsrådgiver

Dokumentet er godkjent elektronisk.

Kopi til:
EMBANKMENT DEPOSITARY SERVICES NO NUF