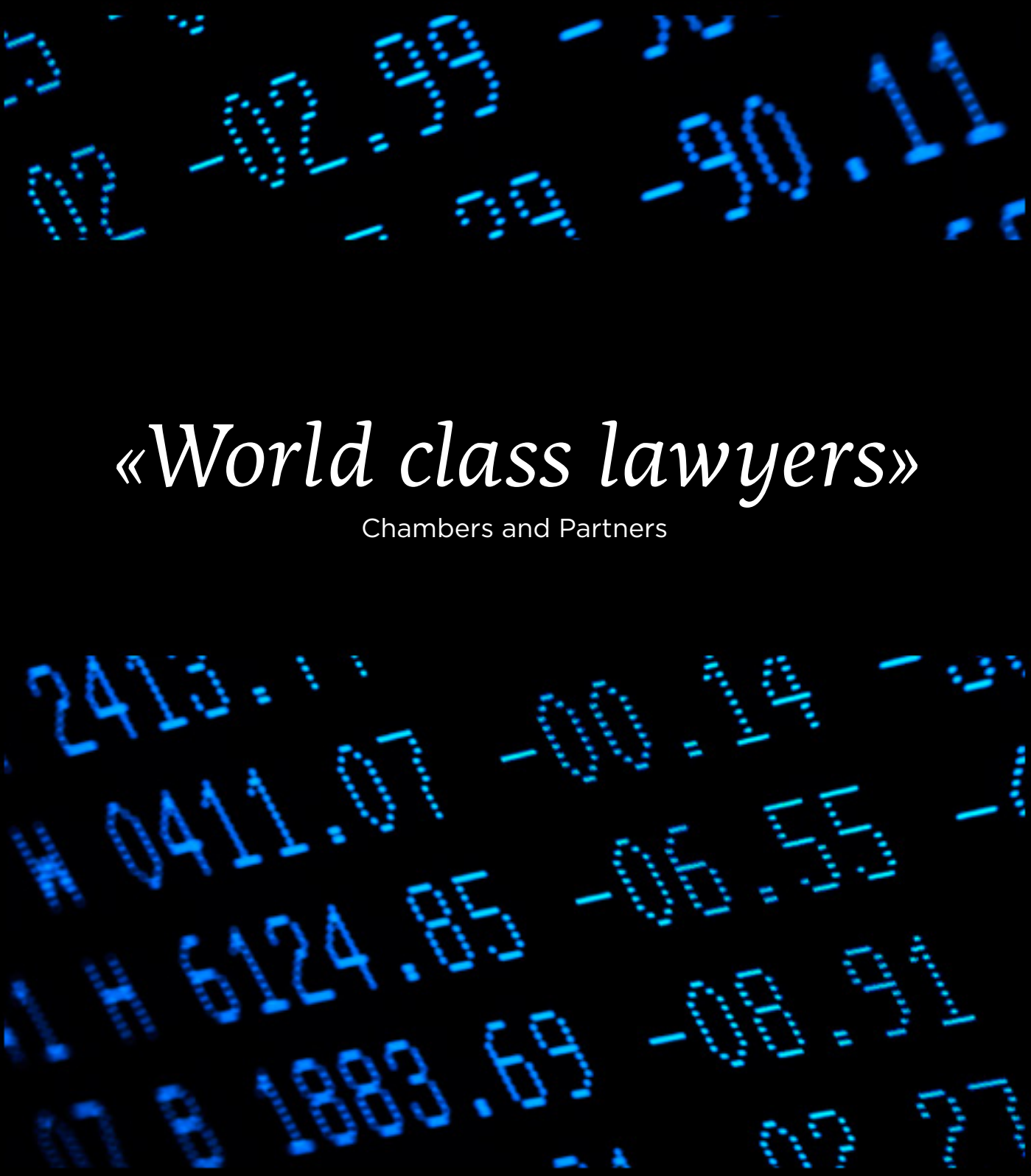


Børssirkulærer, vedtak og uttalelser 2016



WIKBORG | REIN



«*World class lawyers*»

Chambers and Partners

OSLO • BERGEN • LONDON • SINGAPORE • SHANGHAI

FORORD

Børssirkulærer, vedtak og uttalelser består av utdrag fra de vedtak, brev og andre uttalelser som antas å ha interesse fordi de illustrerer fortolkninger eller praksis. I tillegg er alle børssirkulærer fra 2016 inntatt.

Gjengivelsen her er i noe grad tilpasset offentliggjøring blant annet ved anonymisering og tilpasning av overskrifter. Gjengivelsen vil derfor kunne avvike noe fra den nøyaktige teksten, vedtak eller uttalelser. Noen uttalelser er gitt pr. e-post, eller som referat av andre samtaler og har en mer uformell form. Vi har likevel tatt dem med når de kan ha interesse utover den aktuelle sak. Vi gjør også oppmerksom på at fotnotene er nummerert fortløpende i dokumentet og gjenspeiler derfor ikke samme nummerering som i originaldokumentene. Oslo Børs gjør oppmerksom på at det kan være enkelte feil og mangler i gjengivelsen.

Børsklagenemndens vedtak, enkelte av børsstyrets vedtak og børssirkulærer publiseres løpende. Gratis abonnement kan bestilles på børsens nettside: <http://www.oslobors.no/user/register>

Utarbeidelse av Børssirkulærer, vedtak og uttalelser er hvert år et betydelig arbeid. Det rettes en stor takk til alle bidragsyterne, og særlig Carina Østli som har gjort en kjempejobb i forbindelse med utarbeidelsen av dokumentet og vært til stor hjelp for undertegnede.

Oslo Børs, 23.01.2017

Øivind Amundsen
Direktør
Førstehåndsmarkedet og juridiske tjenester
Oslo Børs ASA

Merkur Market

Børsens markeds plass for selskaper som ønsker en enklere tilgang til kapitalmarkedet

Merkur Market tilbyr selskaper og dets eiere en av Europas raskeste opptaksprosesser. Fra Børsen mottar søknaden til selskapet tas opp til handel, kan det ta rundt 1-2 uker.

Merkur Market passer for alle selskapsformer, både helt nystiftede vekstselskaper, sparebanker og mer modne industriselskaper, men som ikke oppfyller kravene eller ønsker full notering på et regulert marked.

Mer enn halvparten av meglerhusene på Oslo Børs er utenlandske, og internasjonale investorer dominerer den daglige handelen. Dette gjør at noterte selskaper har et godt utgangspunkt for å tiltrekke seg internasjonal kapital.

Songa Bulk ble tatt opp til handel 19. desember 2016, som det tiende selskapet på Merkur Market. Opptaksprosessen tok en uke, og ble gjennomført i samarbeid med selskapets finansielle tilretteleggere, Clarkson Platou og Fearnley Securities.

– Det var avgjørende for Songa Bulks valg av markeds plass at Merkur Market kunne tilby transparent og ordnet aksjehandel. Oslo Børs utviste stor tilgjengelighet og leverte i tråd med våre forventninger om en smidig og rask opptaksprosess, og vi ser frem til å fortsette det gode samarbeidet med børsens medarbeidere.

Herman Billung, CEO, Songa Bulk AS

Vil du vite mer om Merkur Market?

Ta kontakt med noteringsavdelingen på Oslo Børs. E-post: notering@oslobors.no Telefon: 22 34 17 00





KUNNSKAP. INGENTING ANNET.

Fordi det er forskjell på mennesker, er det forskjell på advokater – og advokatfirmaer. CLP ble etablert i 2007 som et effektivt og eksklusivt alternativ til de største advokatfirmaene. Et alternativ der engasjementet er personlig og prosessene preget av svært høy kvalitet. CLP rangerer høyt i flere nasjonale og internasjonale kåringer, og vi har en rekke ledende norske og internasjonale selskaper blant våre oppdragsgivere. Solid bransjekunnskap sørger for effektive prosesser. Våre klienter bruker CLP både som juridisk rådgiver og som kommersiell sparringpartner. Det er lønnsomt å samarbeide med CLP. Les mer om oss på clp.no



clp.no



Kommersiell forståelse, juridisk ekspertise

Advokatfirma Ræder er ett av Norges ledende advokatfirmaer. Vi har kompetanse og erfaring på alle forretningsjuridiske områder og bistår en rekke børsnoterte foretak. Våre advokater er gode diskusjonspartnere og strategiske rådgivere for virksomheter som ønsker å gå på børs. Ræder har i 2015-16 bistått i forbindelse med tre børsnoteringer, samt emisjoner i børsnoterte foretak av total størrelse på cirka NOK 2,5 milliarder.

Ræder er rådgiver i et vidt spekter av transaksjoner innenfor M&A og Corporate Finance. Vi bistår bedrifter i ulike bransjer, verdipapirforetak, bedriftsmeglere og transaksjonsrådgivere, både i Norge og utlandet. Vårt team har internasjonal kompetanse og erfaring, noe som resulterer i at vi ofte er foretrukket rådgiver på komplekse internasjonale transaksjoner.

www.raeder.no

ADVOKATFIRMA RÆDER

Henrik Ibsens gate 100, Oslo, Telefon: 23 27 27 00, Epost: post@raeder.no

Følg oss på  

INNHOLDSFORTEGNELSE

1	BØRSSIRKULÆRER 2016	9
1.1	BØRSSIRKULÆRE NR. 1/2016, 05.09.16.....	10
1.2	BØRSSIRKULÆRE NR. 2/2016, 30.11.16.....	11
1.3	BØRSSIRKULÆRE NR. 3/2016, 01.12.16.....	13
1.4	BØRSSIRKULÆRE NR. 4/2016, 09.12.16.....	19
1.5	BØRSSIRKULÆRE NR. 5/2016, 09.12.16.....	22
2	OPPTAK TIL BØRSNOTERING	33
2.1	NYE SELSKAPER I 2016.....	33
2.2	OPPTAKSPRAKSIS.....	33
2.2.1	<i>[Selskap NN] – Saken gjelder dispensasjon fra krav om konsernregnskap på opptakstidspunktet ved opptak til handel på Merkur Market (utdrag fra innstilling til Noteringskomitéen 02.12.16)</i>	<i>33</i>
2.2.2	<i>Epic Gas Ltd - Vedrørende søknad om opptak til handel på Merkur Market (utdrag fra innstilling til Noteringskomitéen av 11.12.16)</i>	<i>34</i>
3	STRYKNING/SUSPENSJON	36
3.1	SELSKAPER SOM ER STRØKET FRA NOTERING.....	36
3.2	STRYKNINGSSAKER.....	36
3.2.1	<i>Otium AS - overtredelse av ABM-reglene – strykning av obligasjonslån fra Nordic ABM (brev av 03.03.16)</i>	<i>36</i>
3.2.2	<i>Siem Shipping Inc. - Børsklagenemndens sak 2/2016 (20.12.16)</i>	<i>41</i>
4	LØPENDE UTSTEDERREGLER.....	68
4.1	LIKEBEHANDLING AV AKSJONÆRER.....	68
4.1.1	<i>Birdstep Technology ASA - Private Placement – equal treatment of shareholders (brev av 07.06.16)</i>	<i>68</i>
4.1.2	<i>Funcom - rettede emisjoner - likebehandling (brev av 30.09.16)</i>	<i>71</i>
4.2	LIKEBEHANDLING AV OBLIGASJONSEIERE.....	76
4.2.1	<i>Axis Offshore Pte Ltd – Bond issue AXIS01 PRO - Equal treatment (05.12.16)</i>	<i>76</i>
4.3	LØPENDE INFORMASJONSPLIKT MV.....	95
4.3.1	<i>Vedtak om overtredelsesgebyr</i>	<i>95</i>
4.3.1.1	<i>Sandnes Sparebank - Børsklagenemndens sak 1/2016 (24.10.16)</i>	<i>95</i>
4.3.1.2	<i>Oxxy Group PLC - Brudd på informasjonsplikten (avgjørelse 18.10.16)</i>	<i>131</i>
4.3.2	<i>Generell veiledning</i>	<i>139</i>
4.3.2.1	<i>Subsea 7 S.A - Vedrørende offentliggjøring av mottatte flaggemeldinger for selskaper med Norge som vertsstat (e-post av 27.01.16)</i>	<i>139</i>
4.3.2.2	<i>Norske Skog ASA - Informasjonsplikt (brev av 13.05.16)</i>	<i>139</i>
4.3.2.3	<i>Offentliggjøring av innsideinformasjon på selskapenes egne nettsider (brev av 15.06.16)</i>	<i>144</i>
4.3.2.4	<i>Nordea Markets - manglende rapportering av obligasjonshandler</i>	<i>146</i>
4.3.2.5	<i>Hofseth BioCare ASA - Kritikk for overtredelse av plikten til å notere nye aksjer uten ugrunnet opphold (brev av 11.11.16)</i>	<i>153</i>
4.3.2.6	<i>Vardia Insurance Group ASA - Informasjonsplikt vedr. revisjon av delårsregnskap (brev av 30.03.16) ..</i>	<i>160</i>
4.3.2.7	<i>Sevan Drilling - Deferred publication of information on revenue shortfalls (brev av 07.11.16)</i>	<i>164</i>
4.3.2.8	<i>Serodus ASA – kritikk for manglende underhånden varsling av regulert marked (14.12.16)</i>	<i>170</i>
4.4	PERIODISK INFORMASJONSPLIKT - REGNSKAPSRAPPORTERING	173
4.4.1	<i>Green Dragon Gas Ltd. - Obligation to publish annual and half yearly financial reports (brev av 03.02.16)</i>	<i>173</i>

4.4.2	<i>Nord-Salten Kraft AS - Manglende offentliggjøring av halvårsrapporter (brev av 04.02.16)</i>	174
4.4.3	<i>SpareBank 1 Gudbrandsdal - Mangelfull offentliggjøring av års- og halvårsrapport (brev av 05.02.16)</i>	176
4.4.4	<i>Siem Industries Inc. - Obligation to publish half-yearly financial reports (brev av 05.02.16)</i>	176
4.4.5	<i>Steen & Strøm AS - Forpliktelse til å offentliggjøre årsrapport (brev av 08.06.16)</i>	177
4.4.6	<i>Island Offshore Shipholding L.P. - Manglende offentliggjøring av årsrapport (brev av 20.06.16)</i>	178
4.4.7	<i>Sarpsborg kommune - Offentliggjøring av årsrapport 2015 (brev av 07.07.16)</i>	179
5	OVERTAKELSESTILBUD	180
5.1	KONTROLLERTE TILBUD 2016	180
5.2	PLIKTIG TILBUD	180
5.2.1	<i>Tilbudsplikt – konvertibelt lån som delvis vederlag i transaksjon (e-post av 03.05.16)</i>	180
5.2.2	<i>Spørsmål vedrørende tilbudspris i pliktig tilbud (e-postkorrespondanse av 09.09.16 og 13.09.16)</i>	181
5.2.3	<i>Techstep ASA - Vedtak om reduksjon av garanti (oppdatert) (brev av 02.12.16)</i>	183
5.2.4	<i>Wallenius Wilhelmsen Logistics ASA – tilbudsplikt og konsolidering (brev av 04.09.16)</i>	185
5.2.5	<i>Aurora LPG – pliktig tilbud, tilbudspris ved alternative vederlag (korrespondanse 19.10.16 – 24.10.16)</i>	189
5.3	DISPENSASJON FRA TILBUDSPLIKT	191
5.3.1	<i>Fred Olsen Energy ASA – dispensasjon fra tilbudsplikt ved fusjon (brev av 13.04.15)</i> ..	191
5.3.2	<i>Rem Offshore ASA – dispensasjon fra tilbudsplikt ved konserninterne overdragelser (brev av 08.07.16)</i>	199
5.3.3	<i>Wallenius Wilhelmsen Logistics ASA – tilbudsplikt og konsolidering (brev av 04.09.16)</i>	203
5.3.4	<i>Philly Shipyard ASA – dispensasjon fra tilbudsplikt ved konsernintern overdragelse (brev av 03.11.16)</i>	207
5.3.5	<i>Wilson ASA – dispensasjon fra tilbudsplikt ved konsernintern overdragelse (brev av 28.12.16)</i>	209



[ANNONSE ELDEN]

NÅR DET GÅR GALT

Advokatfirmaet Elden har
spisskompetanse i økonomiske
straffesaker

Oslo - Bergen - Stavanger - Sandefjord - Elverum
www.elden.no

ADVOKATFIRMAET
ELDEN
DA-MNA

Grønne obligasjoner på Oslo Børs

**Grønne investeringer, grønne prosjekter og grønn konkurransekraft.
Alt dette forutsetter finansiering, og grønn finans har blitt et viktig begrep.**

Oslo Børs er opptatt av grønn finans og for to år siden åpnet vi, som den første børsen i verden, en egen liste for grønne obligasjoner. Vi ønsker på denne måten å bidra til å

- Synliggjøre utstedere som tar særskilt klimaansvar
- Gjøre det enklere for investorene å identifisere obligasjonslånene som representerer de grønne investeringsvalgene

Midlene som hentes gjennom grønne obligasjoner skal gå til klimariktige formål. I tillegg må utsteder tilfredsstille de øvrige noteringsvilkårene på Oslo Børs eller Nordic ABM.

Vil du vite mer om grønne obligasjoner?

Ta kontakt med noteringsavdelingen på Oslo Børs.
E-post: notering@oslobors.no Telefon: 22 34 17 00

1 BØRSSIRKULÆRER 2016

1/2016	Oslo Børs veiledning om rapportering av samfunnsansvar
2/2016	Endringer i medlems- og handelsreglene for Oslo Børs og Merkur Market
3/2016	Endringer i priser for førstehåndsmarkedet på Oslo Børs, Oslo Axess, Merkur Market og Nordic ABM
4/2016	Endringer i aksjeutstederreglene på Oslo Børs og Oslo Axess
5/2016	Endringer i utstederreglene for Merkur Market



1.1 Børssirkulære nr. 1/2016, 05.09.16

Oslo Børs veiledning om rapportering av samfunnsansvar

Oslo Børs har sammen med Norsk forum for ansvarlige og bærekraftige investeringer (Norsif) utarbeidet en veiledning med et eksempel på en prosess for rapportering av samfunnsansvar. Veiledningen er ment å være et nyttig og praktisk verktøy for å bidra til en effektiv, helhetlig og relevant samfunnsansvarsrapportering. Ved utarbeidelsen av veiledningen er det lagt vekt på at rapportering av samfunnsansvar ikke trenger å innebære et stort og omfattende merarbeid for selskapene.

Stadig flere investorer legger i sine investeringsbeslutninger vekt på ulike risikoforhold knyttet til samfunnsansvar, herunder blant annet miljø og klima, korrupsjon, menneske- og arbeidstakerrettigheter, leverandører og kunder, skatt og konkurranseforhold. Dette er områder som kan ha stor betydning for selskapenes forutsetninger for å skape lønnsomhet og aksjonærverdier på lang sikt.

Oslo Børs ble i 2015 partner i FNs program for bærekraftige børser, Sustainable Stock Exchanges initiative (SSE)¹. SSE arbeider for at børser, investorer, myndigheter og selskaper i samarbeid skal fremme økt åpenhet i kapitalmarkedet om forhold rundt samfunnsansvar og bidra til langsiktige, bærekraftige investeringer. Dette innebærer blant annet tiltak for å oppnå en bedre rapportering om samfunnsansvar fra noterte selskaper. SSE omfatter p.t. 58 børser på verdensbasis, hvorav 16 børser pr. i dag har utarbeidet en veiledning om samfunnsansvarsrapportering. Ytterligere 22 børser har forpliktet seg til å offentliggjøre en veiledning innen utgangen av 2016.

Utkastet til veiledning ble sendt på høring til utstedere med aksjer, egenkapitalbevis og obligasjoner notert på Oslo Børs eller Oslo Axess, medlemmer, investorer og fondsforvaltere, samt ulike interesseorganisasjoner. Børsen mottok skriftlig tilbakemelding fra følgende høringsinstanser: Avinor AS, Den norske revisorforening, Farstad Shipping ASA, Finans Norge, Folketrygdfondet, NHO, Norsk Gjenvinning Norge AS, Norske Finansanalytikeres Forening, Norske Pensjonskassers Forening, Posten Norge AS, PRI, Statoil ASA, Telenor ASA og Transparency International. I etterkant av høringsfristen mottok Børsen også kommentarer fra Initiativ for Etisk Handel. Veiledningen samsvarer på de vesentlige punkter med forslaget som ble sendt på høring 9. juni 2016, likevel slik at det er gjort enkelte mindre endringer og presiseringer på bakgrunn av tilbakemeldingene på høringsutkastet.

Selskapene anbefales å ta i bruk veiledningen om rapportering av samfunnsansvar fra og med regnskapsåret 2017.

¹ 1 SSE er et samarbeid mellom United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD), UN Global Compact, FN-støttede Principles for Responsible Investment (PRI) og United Nations Environment Programme Finance Initiative (UNEP Finance Initiative). For informasjon om initiativet se: <http://www.sseinitiative.org/>.

1.2 Børssirkulære nr. 2/2016, 30.11.16

Oslo Børs circular No. 2/2016 describes amendments made to Oslo Børs Member and Trading Rules¹ and amendments made to Merkur Market Member and Trading Rules, which will both enter into force as of 2 January 2017. The rule amendments cover the need to both comply with regulatory changes and to align the rule-books with new trading functionality to be introduced with the go-live of version 9.1 of Millennium Exchange; the trading system for cash equities and fixed income at Oslo Børs.

1) Amendments made to Oslo Børs Member and Trading Rules

- Amendments related to regulatory compliance Reference is made to the Market Notice published in September 2016 where Oslo Børs stated the need to amend the guidance to rule 3040 in Oslo Børs Member and Trading Rules.

The amendments to the rule-book will align the use of the Special Price reporting condition in respect of negotiated trades with MiFID II RTS 1 Article 6.

Trade data captured during 2017 will be used by ESMA to calculate the level of reference price- and negotiated trade waiver trading, potentially triggering of one or both of the Double Volume Caps (DVC) from 3 January 2018. By making the guidance to rule 3040 more precise, data collected by ESMA from Oslo Børs and Oslo Axess shall, as accurately as possible, reflect which negotiated trades that are subject to the Double Volume Caps and which negotiated trades that are subject to conditions other than the current market price. Negotiated trades subject to conditions other than the current market price shall be marked with Special Price ("SP") reporting condition and will be excluded from the DVC calculation.

- Amendments related to introduction of new trading functionality
Oslo Børs will introduce the possibility to trade fixed income instruments via request for quote (RFQ) functionality as of the go-live of Millennium Exchange 9.1. Amendments are made to the Oslo Børs Member and Trading Rules in order to reflect the new functionality.

The new RFQ trading functionality is described in detail in the document OSLMIT Market Model Fixed Income version 5.1 and in technical specifications for FIX trading gateway and FIX/FAST market data gateway. All the documents are published on Oslo Børs Delta web page for system changes regarding Millennium Exchange, and the relevant documents will be moved to the Oslo Børs web page reflecting current trading functionality after the go-live of Millennium 9.1 at Oslo Børs.

2) Amendments made to Merkur Market Member and Trading Rules

- The same amendments as described in bullet 1 for the Oslo Børs Member and Trading Rules will apply to the Merkur Market Member and Trading Rules as of January 1 2017.
- Bullet 2 described with regards to changes in Oslo Børs Member and Trading Rules (RFQ functionality) is not relevant for Merkur Market at the moment.

Implementation

As ESMA's trade data collection is expected to begin on 2 January 2017, the rule amendments will be effective as of January 2017. Even though the RFQ-related amendments will enter into force at the same time, they will not be relevant until the go-live of Millennium Exchange 9.1 at Oslo Børs. As previously communicated through Oslo Børs Delta web page, a new implementation timeline will be announced during December.

1.3 Børssirkulære nr. 3/2016, 01.12.16

ENDRINGER I PRISER FOR FØRSTEHÅNDSMARKEDET PÅ OSLO BØRS, OSLO AXESS, MERKUR MARKET OG NORDIC ABM

Det vil fra 1. januar 2017 bli foretatt følgende justeringer i avgiftene for obligasjoner og sertifikater notert på Oslo Børs og Nordic ABM, samt for aksjer, egenkapitalbevis og tegningsretter notert på Oslo Børs, Oslo Axess og Merkur Market.

1. Obligasjoner og sertifikater notert på Oslo Børs og Nordic ABM

Kursnoteringsavgift

Oslo Børs har besluttet å justere den årlige kursnoteringsavgiften, inkludert minimumsavgift og maksimumsavgift pr ISIN, samt maksimumsavgift pr låntager pr år.

Som følge av dette vil nye avgifter være:

Type avgift		Notert kapital	Min. avgift (kr)	Maks. avgift (kr)
Kursnoteringsavgift	Avgift for første lån ^{a)}	Kr 62,50 pr mill kr i restgjeld (pr ISIN)	6 600	49 480
	Avgift for etterfølgende lån	Kr 42,15 pr mill kr i restgjeld (pr ISIN)	4 950	37 120
	Avgift dersom låntager har noterte aksjer/egenkapitalbevis ^{b)}	Kr 42,15 pr mill kr i restgjeld (pr ISIN)	4 950	37 120
	Maks. avgift pr låntager pr år			480 500

a) Det lånet som til enhver tid vil være det første lånet tatt opp til notering på Oslo Børs eller Nordic ABM.

b) For låntager som har aksjer eller egenkapitalbevis notert er kursnoteringsavgiften kr 42,15 pr mill kr i restgjeld for alle obligasjonslån.

Registreringsavgift - obligasjoner

Oslo Børs har besluttet å justere registreringsavgiften for obligasjoner som noteres på Oslo Børs og Nordic ABM.

Registreringsavgiften er en engangsavgift som påløper ved opptak til notering av obligasjonslån.

Som følge av dette vil nye avgifter være:

Type avgift	Type lån	Avgift (kr)
Registreringsavgift for obligasjoner	Lån med særskilt standardiserte vilkår ^{a)}	3 425
	Andre lån ^{b)}	5 700
	Lån med pant <u>eller</u> garantist	11 400
	Lån med pant <u>og</u> garantist	17 120

- a) Ordinære senior bankobligasjoner, ordinære obligasjoner med fortrinnsrett, og andre særskilt standardiserte obligasjoner etter Børsens vurdering.
- b) Obligasjoner av annen type enn som angitt i punkt a).

Registreringsavgift – sertifikater

Oslo Børs har besluttet å justere den månedlige registreringsavgiften for sertifikater, samt det maksimale beløpet for hele sertifikatets løpetid.

Som følge av dette vil nye avgifter være:

Type avgift	Notert kapital	Avgift (kr)	Maks. avgift (kr)
Registreringsavgift for sertifikater	Pr. mnd. (maks. pr. lån)	622	6 220

Kontrollavgift og øvrige avgifter

Oslo Børs har besluttet å justere kontrollavgiften for lånedokumentasjon. Øvrige avgifter justeres som nevnt nedenfor.

Som følge av dette vil nye avgifter være:

Type avgift	Verdipapir		Avgift (kr)
Kontrollavgift (avgift pr dokument)	Lånebeskrivelse for lån med særskilt standardiserte vilkår ^{a)}		13 880
	Lånebeskrivelse ^{b)}		16 016
	Låntagerbeskrivelse ^{c)}		48 050
	Virksomhetsbeskrivelse ^{d)}		21 330
	Registrering av låneprogram		53 400
Øvrige avgifter	Endring av selskapsnavn	Pr låntager	5 520
	Endring av ticker-kode	Pr ISIN	5 520
		Maks avgift pr låntager ^{e)}	16 550
	Søknader om dispensasjon fra børsens løpende forpliktelser		11 000
	Flytting av lån mellom Nordic ABM og Oslo Børs ^{g)}		11 000
	Restrukturering av lån		11 000
	Regelverkskurs ^{f)}		Etter avtale

- a) Ordinære senior bankobligasjoner, ordinære obligasjoner med fortrinnsrett, og andre særskilt standardiserte obligasjoner etter Oslo Børs' vurdering.
- b) Obligasjoner av annen type enn som angitt i punkt a)
- c) Utarbeidet iht. ABM-reglene punkt 2.7.2.3
- d) Utarbeidet iht. ABM-reglene punkt 2.7.2.2. (1) nr 2

- e) Hvis låntager har andre instrumenter notert på Oslo Børs' markedsplasser, vil det påløpe en maks. avgift på kr 22 100.
- f) Børsen tilbyr bedriftstilpassede regelverkskurs på forespørsel.
- g) Omfatter endringer i lånevilkår og låneavtaler, normalt i forbindelse med restruktureringer. Ordinære rentereguleringer, utvidelser, og utøvelse av call- og put-klausuler er unntatt.

2. Aksjer, egenkapitalbevis og tegningsretter m.m. notert på Oslo Børs og Oslo Axess

Introduksjonsavgift for aksjer og egenkapitalbevis

Oslo Børs har besluttet å endre introduksjonsavgiften ved notering av aksjer og egenkapitalbevis som følger:

Introduksjonsavgift	Verdipapir	Notert kapital	Fast avgift (kr)	Maks. avgift (kr)
Oslo Børs (ordinær prosess)	Aksjer/ egenkapitalbevis	Kr 566 pr mill kr i markedsverdi	530 400	1 096 000
Oslo Axess (ordinær prosess)	Aksjer	Kr 566 pr mill kr i markedsverdi	472 200	1 037 000

For fleksible noteringsprosesser vil introduksjonsavgiften fortsatt utgjøre to ganger introduksjonsavgift ved ordinær prosess, ref. ovenfor.

Fakturering av introduksjonsavgift etter innsendelse av redegjørelse endres til kr 171 600 for ordinær prosess og kr 343 200 ved fleksibel prosess. Tilsvarende beløp faktureres ved søknad om børsnotering/oppdatert redegjørelse, uavhengig om børsnoteringsprosessen fullføres eller ikke. Disse beløpene går til fradrag i introduksjonsavgiften ved en eventuell notering.

Ekstra introduksjonsavgift for selskaper som pålegges å sende revidert søknad (revidert oppdatert redegjørelse i fleksible noteringsprosesser) endres til inntil kr 213 700.

For fast track-noteringsprosesser endres introduksjonsavgiften til kr 2 990 000.

Ekstra introduksjonsavgift som påløper ved notering av aksjer knyttet til "tildelingsretter før utstedelse" iht. pkt. 2.5.2 i opptaksreglene (såkalte "if issued", "if delivered" og tilsvarende), endres til kr 343 200, hvorav halvparten faktureres ved innledende møte, og halvparten ved notering.

Avgift for behandling av søknad om fristutsettelse for første noteringsdag endres til kr 29 500.

Avgift som påløper ved fusjon, fisjon og andre vesentlige endringer i henhold til løpende forpliktelser pkt. 12.1 (3), jfr. pkt. 12.2 og pkt. 12.3, der Oslo Børs pålegger selskapet å sende inn et dokument som innholdsmessig tilfredsstiller kravene til søknad om notering (jfr. pkt. 3.4 i børsens opptaksregler), endres til kr 252 100.

Avgiften for det obligatoriske introduksjonskurset i forbindelse med børsnotering holdes uendret.

Det innføres en ny introduksjonsavgift for notering av aksjeklasser utover én. Avgiften settes lik introduksjonsavgift ved notering av aksjer og egenkapitalbevis på Oslo Børs og Oslo Axess og beregnes på grunnlag av markedsverdien for den aktuelle aksjeklassen.

Det innføres en ny introduksjonsavgift for midlertidig notering av aksjer på egen ticker. Avgiften settes lik registreringsavgift for gjennomførte aksjeemisjoner, minimum kr 1 120 og maksimum kr

622 800. Det påløper ikke ytterligere registreringsavgift når eller hvis aksjer på egen ticker slås sammen med de allerede noterte aksjene.

Årlig kursnoteringsavgift, overføringsavgift og avgift for dokumentkontroll m.m.

For 2017 fastsettes årlig kursnoteringsavgift til kr 76,90 pr million kr i markedsverdi for selskaper notert på Oslo Børs og Oslo Axess. Minimums- og maksimumsavgiften settes til hhv. kr 170 800 og kr 1 260 000.

Årlig kursnoteringsavgift refunderes ikke. Unntak gjelder for utstedere som søker om strykning, når strykning gjennomføres i første kvartal i året etter at søknad om strykning er mottatt, hvor kursnoteringsavgift for andre halvår det året strykning gjennomføres vil bli refundert.

Overføringsavgiften for Oslo Axess-selskaper som søker notering på Oslo Børs endres til kr 252 100, hvorav halvparten påløper ved søknad og resten ved notering.

Det innføres en overføringsavgift for Merkur Market-selskaper som søker notering på Oslo Børs eller Oslo Axess. Avgiften settes til kr 200 000, pluss halvparten av ordinær introduksjonsavgift for den aktuelle markedsplassen.

Ved fisjon, samt ved fusjon eller andre vesentlige endringer i henhold til løpende forpliktelser pkt. 12.1 (3), jfr. pkt. 12.2 og pkt. 12.3 påløper det en avgift for børsens kontroll av selskapets redegjørelse for fortsatt notering. For redegjørelse for fortsatt notering blir de justerte avgiftene som følger:

- Kr 16 500 for ordinære redegjørelser.
- Kr 60 600 for redegjørelser som omfatter domisilskifte.
- Kr 121 400 for redegjørelser som omfatter vesentlige restruktureringer som scheme of arrangements og tilsvarende.

For tegningsretter endres kursnoteringsavgiften til kr 30 000.

Det innføres kursnoteringsavgift for midlertidig notering av aksjer på egen ticker. Avgiften settes lik minimum kursnoteringsavgift for aksjer og egenkapitalbevis og avkortes i henhold til antall kvartaler de midlertidige aksjene er tatt opp til notering, minimum kr 42 700, maksimum kr 170 800.

Avgift ved endring av selskapsnavn og/eller ticker justeres til kr 16 500. For utsteder som har flere instrumenter notert på Oslo Børs' markedsplasser endres maksimal avgift til kr 22 100.

Kontrollavgift i forbindelse med søknad om dispensasjon fra børsens løpende forpliktelser, som dispensasjon fra krav om utvidet melding og/eller informasjonsdokument, endres til kr 11 000. Samme avgift vil påløpe i forbindelse med søknader om forlenget frist for offentliggjøring av utvidet melding og/eller informasjonsdokument.

Avgift for kontroll av informasjonsdokument endres til kr 66 200.

Det innføres avgift for kontroll av prospektsammendrag i henhold til verdipapirhandelloven § 7-5 (1) nr. 11, jf. verdipapirforskriften § 7-2 (1), litra e. Avgiften settes til kr 66 200.

For kontroll av tilbud og tilbudsdokumenter endres kontrollavgiften til kr 200 200 pr tilbud, pluss kr 68,70 pr mill kr i markedsverdi (for de aksjene som omfattes av tilbudet), tilsammen maksimalt kr

343 200. Fast avgift på kr 200 200 påløper ved innsendelse av første utkast til tilbudsdokument. Resterende avgift påløper ved godkjennelse av tilbudsdokumentet.

For kontroll av tilbud og tilbudsdokumenter som er gjenstand for delt lovvalg (jf. vphl og takeover-direktivet), tilfeller der tilbudet/tilbudsdokumentet skal kontrolleres av tilbudsmyndighet i annet land og/eller tilbud med oppgjør i annet enn pengevederlag, endres ekstraavgiften til kr 57 200 for børsens kontroll. Samme ekstraavgift påløper ved tvungen overføring kombinert med pliktig tilbud. Endring av tilbud skal godkjennes av Oslo Børs som tilbudsmyndighet. Kontrollavgift for endring av tilbud, som påløper pr endring, endres til kr 22 900. Behandling av søknad om reduksjon av garanti endres til kr 22 900 for hver søknad.

Etter justeringene vil nye avgifter være som følger:

Type avgift	Verdipapir	Notert kapital	Min. avgift (kr)	Maks. avgift (kr)
Kursnoteringsavgift (årlig avgift)	Aksjer/egenkapitalbevis	Kr 76,90 pr mill kr i markedsverdi	170 800	1 260 000
	Tegningsretter	-	30 000	30 000
	Aksjer på midlertidig ticker (kvartalsvis avgift)	-	42 700	170 800
Kontrollavgift (avgift pr dokument)	Informasjonsdokument	-	66 200	66 200
	Sammendrag iht. vpf § 7-2 (1), litra e	-	66 200	66 200
	Redegjørelse for fortsatt notering	-	16 500	121 400
	Tilbud og tilbuds-dokumenter	Kr 68,70 pr mill kr i markedsverdi	200 200	343 200
	Ekstraavgift ved tilbud med delt lovvalg mm	-	57 200	57 200
	Ekstraavgift ved endring av tilbud	-	22 900	22 900
Øvrige avgifter	Endring av selskapsnavn og/eller ticker		16 500	22 100
	Søknader om dispensasjon fra børsens løpende forpliktelser	-	11 000	11 000

Registreringsavgift for aksjer og tegningsretter

For gjennomførte aksjeemisjoner med emisjonsproveny på inntil kr 28 mill blir registreringsavgiften som følger:

Emisjonsproveny	Avgift
Opptil kr 1 mill	kr 1 120
Fra kr 1 mill – kr 5 mill	kr 5 600
Fra kr 5 mill – kr 10 mill	kr 13 450
Fra kr 10 mill – kr 28 mill	kr 28 000

For øvrige emisjoner etter notering holdes avgiftssatsen på 1 promille (0,1 %) av provenyet uendret. Maksimal registreringsavgift justeres til kr 622 800.

Det innføres en rabattordning for utbytteaksjer hvor det gis følgende rabatter i forhold til ordinær registreringsavgift for aksjeemisjoner:

Utbytteaksjer registrering nr. 1: Ingen rabatt
Utbytteaksjer registrering nr. 2: 10 % rabatt
Utbytteaksjer registrering nr. 3: 15 % rabatt
Utbytteaksjer registrering nr. 4: 20 % rabatt

For tegningsretter økes registreringsavgiften til kr 25 000.

Det innføres en ny registreringsavgift for midlertidig notering av aksjer på egen ticker. Avgiften settes til kr 25 000.

3. Aksjer, egenkapitalbevis og tegningsretter m.m. tatt opp til handel på Merkur Market

Introduksjonsavgift for aksjer og egenkapitalbevis

Fra 1. januar 2017 vil introduksjonsavgiften for aksjer og egenkapitalbevis som skal tas opp til handel på Merkur Market være som følger:

<u>Type avgift</u>	<u>Verdipapir</u>		<u>Minimum avgift (NOK)</u>	<u>Maksimum avgift (NOK)</u>
Introduksjonsavgift (ved notering)	Aksjer/Egenkapitalbevis Ordinær prosess	NOK 20 000 pluss NOK 530 pr. MNOK i markedsverdi	50 000	350 000

Øvrige avgifter som påløper ved opptak til handel på Merkur Market holdes uendret.

Årlig avgift, kontrollavgifter, registreringsavgifter m.m.

Årlig avgift for aksjer og egenkapitalbevis som er tatt opp til handel på Merkur Market vil fra 1. januar 2017 være som følger:

<u>Markedsverdi</u>	<u>Årlig avgift</u>
Inntil MNOK 80	NOK 50 000 (minimumsavgift)
MNOK 80 - MNOK 250	NOK 50 000 + (MV - 80) * 350
MNOK 250 - MNOK 2 225	NOK 109 500 + (MV - 250) * 18
MNOK 2 225 - MNOK 8 543	NOK 145 050 + (MV - 2 225) * 72
> MNOK 8 543	NOK 600 000 (maks avgift)

Øvrige kontroll- og registreringsavgifter for aksjer og egenkapitalbevis som er tatt opp til handel på Merkur Market holdes uendret.

4. Avgifter børshandlede fond (ETF'er)

Introduksjonsavgiften og den årlige noteringsavgiften for ETF-er holdes uendret.

1.4 Børssirkulære nr. 4/2016, 09.12.16

Endringer i utstederreglene for Oslo Børs og Oslo Axess

Vedlagt dette sirkulæret følger nye versjoner av følgende regelsett vedtatt av Oslo Børs 6. desember 2016:

- (i) Løpende forpliktelser for børssnoterte selskaper (Løpende forpliktelser)
- (ii) Opptaksregler for Oslo Børs
- (iii) Opptaksregler for Oslo Axess

Oslo Børs sendte 17. juni 2016 forslag om endringer i Løpende forpliktelser på høring. Høringsbrevet gjaldt endringer i regler om finansiell delårsrapportering for aksjeutstedere notert på Oslo Børs og Oslo Axess.

De vedtatte endringene samsvarer med det primære forslaget i høringsbrevet om at det fra børsens side ikke skal stilles krav om kvartalsrapportering for aksjeutstedere notert på Oslo Børs og Oslo Axess. Endringene i kravene knyttet til delårsrapportering får virkning for utstederne fra og med regnskapsåret 2017. I tillegg har Oslo Børs vedtatt at opptaksreglene for Oslo Børs og Oslo Axess endres, slik at det ikke vil være krav om kvartalsrapport, men halvårsrapport ved innsendelse av søknad om notering.

Børsen har mottatt høringssvar fra Finans Norge, Folketrygdfondet, NHO, Norske Finansanalytikeres Forening (NFF), Revisorforeningen, Aker ASA, Olav Thon Eiendomsselskap ASA og Orkla ASA.

I det etterfølgende gis det en nærmere beskrivelse de vedtatte endringene.

Beskrivelse av de vedtatte endringene

Etter gjeldende rett er utstedere med aksjer notert på Oslo Børs og Oslo Axess med Norge som hjemstat etter EU direktivet forpliktet til å offentliggjøre års- og halvårsrapporter, samt kvartalsrapporter for regnskapsårets fire kvartaler.

Gjeldende regler om kvartalsrapportering er hjemlet i verdipapirhandelloven § 5-6 siste ledd som gir departementet hjemmel til å fastsette krav om ytterligere delårsrapportering i forskrift. I medhold av denne bestemmelsen er det i verdipapirforskriften § 5-5 innført krav om at aksjeutstedere skal utarbeide kvartalsrapporter i henhold til IAS 34 for første, andre (i halvårsrapporten), tredje og fjerde kvartal. For noterte selskaper er tilsvarende regel inntatt i Løpende forpliktelser punkt 4.2 fjerde ledd hvor det henvises til kravet etter verdipapirforskriften.

Finansdepartementet offentliggjorde 25. november 2016 at verdipapirforskriftens § 5-5 om krav til kvartalsrapport for aksjeutstedere oppheves fra 1. januar 2017 med virkning for regnskapsår påbegynt 1. januar 2017 og senere. Forskriftsendringen gjennomføres som en del av EØS avtalen.

Både EU-kommisjonen, det norske lovutvalget og Finansdepartementet har kommet frem til at hensynene til investorer skal være tilstrekkelig ivarettatt gjennom utstedernes gjeldende rapporteringsforpliktelser, herunder rapportering av innsideinformasjon og øvrige informasjonsplikter.

Nærmere informasjon om forskriftsendringen og bakgrunnen for endringen er tilgjengelig her:

<https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/forskrift-om-endring-av-forskrift-til-verdipapirhandelloven-verdipapirforskriften2/id2521660/>

Etter dialog med en rekke markedsaktører og gjennomført høring har Oslo Børs vedtatt at det fra børsens side ikke stilles krav til mer omfattende rapportering enn det som er minimumskravet etter norsk rett. De vedtatte endringene i Løpende forpliktelser samsvarer med børsens primære forslag til regelendringer sendt på høring 17. juni 2016.

Børsens høringsbrev er tilgjengelig her: <https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Hoeringer/Hoering-Forslag-til-endringer-i-Loepende-forpliktelser-vedroerende-periodisk-finansiell-rapportering-for-aksjeutstedere-paa-Oslo-Boers-og-Oslo-Axess>

Endringene i Løpende forpliktelser innføres med virkning fra 9. januar 2017 som følge av 1 måneds varslingsfrist. Endringene i verdipapirforskriften har ikrafttredelse 1. januar 2017, men innføres med virkning fra regnskapsår påbegynt 1.1 2017 og senere.

Det vil dermed være krav om kvartalsrapport for 4. kvartal 2016 for utstedere med Norge som hjemstat. Fra og med regnskapsåret 2017 vil det etter verdipapirforskriften kun være krav om årsrapport og halvårsrapport for selskaper notert på Oslo Børs og Oslo Axess som har Norge som hjemstat.

Selskaper som har avvikende regnskapsår må utarbeide kvartalsrapporter frem til regnskapsperiode som påbegynnes 1.1 2017. Selskaper som dette gjelder bes ta kontakt med Finanstilsynet ved behov for nærmere avklaring.

For ordens skyld opplyses det at det er egne forskrifter om blant annet utarbeidelse og offentliggjøring av kvartalsrapporter for banker- og forsikringsselskaper som ikke påvirkes av endringene i verdipapirforskriften som omtalt i dette sirkulæret.

Selskaper som har Norge som vertstat vil følge hjemstatens regler knyttet til lovbestemt periodisk finansiell rapportering.

Det innføres en ny bestemmelse i Løpende forpliktelser pkt. 4.4 om at dersom selskapet utarbeider delårsrapport utover det som fremkommer av pkt. 4.3, skal rapporten offentliggjøres i henhold til pkt. 5.1 senest samtidig med at rapporten offentliggjøres på annen måte. Løpende forpliktelser pkt. 4.3 omhandler krav til offentliggjøring av halvårsrapport etter vedtatte endringer. I veiledende kommentar til pkt. 4.4 er det angitt at bestemmelsen ikke er ment å pålegge selskapet å offentliggjøre regnskapsinformasjon utlukkende utarbeidet for interne formål.

Krav til finansiell kalender i Løpende forpliktelser i ny pkt. 4.6 (tidligere pkt. 4.5) tilpasses endringer i reglene knyttet til delårsrapportering. Det innføres derfor et krav om å offentliggjøre planlagt dato for offentliggjøring av årsrapport ved bruk av funksjonaliteten «Finanskalender» i NewsPoint. Etter regelendringen skal finansiell kalender vise planlagt dato for offentliggjøring av årsrapport, halvårsrapport og avholdelse av selskapets ordinære generalforsamling i påfølgende år. For selskaper som i tillegg planlegger å offentliggjøre kvartalsrapporter, skal planlagt dato for offentliggjøring av kvartalsrapporten offentliggjøres via finansiell kalender så snart dato er fastsatt. Det presiseres at krav om å vise dato for offentliggjøring av årsrapport i finansiell kalender får virkning fra og med årsrapporten for 2017. For selskaper som allerede har offentliggjort finansiell kalender for 2017, og som følge av endrede regler ikke vil offentliggjøre kvartalsrapport for første- og/eller tredje kvartal 2017, må finansiell kalender oppdateres.

Det vil inntas en anbefaling i Oslo Børs sin IR-anbefaling, der aksjeutstedere oppfordres til å publisere kvartalsrapporter i henhold til IAS 34 for første og tredje kvartal i tillegg til halvårs- og årsrapporter

innen to måneder etter regnskapsperiodens utgang. Slik sett oppfordres utstedere til å ta stilling til om de skal rapportere kvartalsvis og eventuelt gi en velbegrunnet forklaring på hvorfor dette ikke anses som nødvendig.

Oslo Børs har også besluttet at Opptaksregler for Oslo Børs og Opptaksregler for Oslo Axess endres slik at det ikke vil være krav om siste delårsrapport, men siste halvårsrapport ved innsendelse av søknad om notering.

1.5 Børssirkulære nr. 5/2016, 09.12.16

Endringer i utstederreglene for Merkur Market

Vedlagt oversendes oppdaterte opptaksregler og løpende forpliktelser for Merkur Market vedtatt av Oslo Børs den 6. desember 2016 («utstederreglene»):

1. Opptaksregler for Merkur Market («*opptaksreglene*»)
2. Løpende forpliktelser for selskaper tatt opp til handel på Merkur Market («*løpende forpliktelser*»)

Oslo Børs ASA («Oslo Børs») etablerte den alternative markedsplassen, Merkur Market, som en multilateral handelsfasilitet («MHF»)² den 13. januar 2016. Markedsplassen er særlig tiltenkt opptak til handel og omsetning av norske og utenlandske aksjer og egenkapitalbevis. Merkur Market er driftet av Oslo Børs, og etableringen ble gjennomført innenfor rammen av eksisterende konsesjon for drift av MHF gitt av Finanstilsynet 18. mars 2013. Den nye markedsplassen er ikke et regulert marked³.

De vedtatte utstederreglene samsvarer i det vesentlige med de forslag som ble sendt på høring 1. november 2016 («høringsbrevet»⁴). Det er likevel foretatt mindre endringer og presiseringer på bakgrunn av tilbakemeldinger i høringsrunden. Børsen har mottatt høringssvar fra DNB Asset Management AS, DNB Markets, Verdipapirforetakenes Forbund, Wikborg Rein & Co. og Norske Finansanalytikerforening. De mest sentrale endringene i *opptaksreglene* er følgende:

- Krav om at utstedere skal engasjere en Merkur-rådgiver til å bistå seg med opptaksprosessen og utarbeidelsen av søknad og opptaksdokument
- Merkur-rådgiver skal avgi erklæring til børsen om at vedkommende har vurdert og funnet utsteder egnet for opptak, basert på den informasjon som Merkur-rådgiver har blitt forelagt
- Krav om due diligence for alle selskaper uavhengig av antatt markedsverdi. Merkur-rådgiver er ansvarlig for å fastsette omfang og å meddele børsen om eventuelle relevante funn
- Økning av spredningskravet på opptakstidspunktet fra 10 til 15 prosent
- Krav om minst 30 aksjeeiere på opptakstidspunktet, som hver eier aksjer for en verdi på minst NOK 5.000
- Den formelle opptaksprosessen kan reduseres fra 15 til 10 handelsdager. En såkalt «fast track»-prosess kan reduseres fra seks til fem handelsdager
- Det åpnes i særskilte tilfeller for midlertidig opptak av aksjer i en aksjeklasse som allerede er notert på Oslo Børs eller Oslo Axess
- Det åpnes i særskilte tilfeller for midlertidig opptak av en ny aksjeklasse, ulik den som utsteder allerede har notert på Oslo Børs eller Oslo Axess

Det er foretatt enkelte ikke-materielle endringer i regelverket for utstедers *løpende forpliktelser*. På bakgrunn av det begrensede omfanget, ble de *løpende forpliktelsene* ikke sendt ut på høring. Dette sirkulæret er utarbeidet på norsk og engelsk. Vedleggene til sirkulæret vil bli gjort tilgjengelig på engelsk så snart oversettelsesarbeidet er avsluttet på Oslo Børs' nettside:

[https://www.oslobors.no/ob_eng/Oslo-Boers/Regulations/Circulars/\(year\)/2016.](https://www.oslobors.no/ob_eng/Oslo-Boers/Regulations/Circulars/(year)/2016.)

1 Endringer i opptaksreglene

² Verdipapirhandelloven § 2-3 (4)

³ Verdipapirhandelloven § 2-3 (3), jf. børsloven § 3 (1)

⁴ Høring - Merkur Market, forslag til endringer i regelverket, tilgjengelig på <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Hoeringer>

Nedenfor kommenteres de enkelte materielle endringene i *opptaksreglene*. Bestemmelser i *opptaksreglene* som ikke er materielt endret, er ikke gjengitt i dette sirkulæret. Regelangivelser og de nye bestemmelsene er markert i kursiv.

1.1 Opptaksreglene pkt. 1 – Innledning

Opptaksreglene pkt. 1.1 – Generelt

Det innføres et nytt krav i pkt. 1.1 femte ledd, om at alle selskaper som ønsker å søke om opptak til handel, skal engasjere et verdipapirforetak til å bistå seg i den forberedende prosessen fram til første handelsdag, benevnt «Merkur-rådgiver». De nærmere reguleringer fremgår av nytt pkt. 11 i *opptaksreglene*, omtalt i kapittel 1.8 i dette sirkulæret.

I forbindelse med regelverksoppdateringen har Oslo Børs blant annet gjennomgått regelverkene til sammenlignbare markedsplasser i Norden og Nord-Europa. På disse utenlandske markedsplassene kreves det at utstederselskapene skal engasjere en finansiell rådgiver til å bistå seg både i forkant, samt i etterkant av opptaket med såkalte løpende rapporteringsforpliktelser. Denne form for outsourcing av IR- og compliance-funksjonen i etterkant av opptak innføres ikke ved Oslo Børs.

Oslo Børs har god erfaring med sin direkte og løpende kundepleie overfor de noterte utstederne på Oslo Børs og Oslo Axess, og ønsker å etablere et tilsvarende nært kundeforhold med selskaper som tas opp til handel på Merkur Market. Børsens kundefokuserte arbeidsform leder til at utstederne lettere søker råd og veiledning hos børsen. Erfaringsmessig har det blitt opplevd positivt og fleksibelt både for selskapene og børsen, å kunne ha en uformell og direkte kommunikasjon ved behov. Sistnevnte vil trolig også ha en kostnadsbesparende effekt for selskapene på Merkur Market.

Det er flere grunner til at Oslo Børs mener det kan være hensiktsmessig å kreve at selskapene skal engasjere en Merkur-rådgiver i opptaksprosessen. Generelt besitter verdipapirforetakene lang erfaring og omfattende kunnskap, i tillegg til veletablerte rutiner og prosjektlederkompetanse. Dette gjør dem godt kvalifiserte til å klargjøre og veilede selskaper som ønsker opptak til handel. Bistand fra en finansiell tilrettelegger til utarbeidelsen av søknad og opptaksdokument kan for mange selskaper lette arbeidsomfanget, samtidig som kvalitetssikringen av selskapets egnethet styrkes.

Ny bestemmelse i *opptaksreglene* pkt. 1.1, femte ledd er følgende:

(5) Alle selskaper som søker om opptak til handel på Merkur Market, skal inngå en oppdragsavtale med en finansiell rådgiver (benevnt «Merkur-rådgiver»). Merkur-rådgiver skal bistå selskapet frem til opptak til handel finner sted, med forberedelser, kvalitetssikring av selskapets og aksjenes egnethet for opptak til handel, samt utarbeidelse av dokumentasjon i opptaksprosessen. Oslo Børs ASA publiserer en oversikt over godkjente Merkur-rådgivere på sine nettsider. De nærmere krav som stilles til Merkur-rådgiver er inntatt i opptaksreglene pkt. 11.

Opptaksreglene pkt. 1.2 – Virkeområde

Bestemmelsen i opptaksreglene pkt. 1.2, annet ledd, om at selskaper med antatt markedsverdi på under NOK 50 millioner er underlagt forenklete opptakskrav, oppheves. Dette medfører at bestemmelsene om unntak fra due diligence i pkt. 3.3, tiende ledd, og forenklet opptaksdokument i tidligere pkt. 7, fjerde ledd, fjernes. Dette omtales nærmere nedenfor.

1.2 Opptaksreglene pkt. 2 – Opptaksvilkår

Opptaksreglene pkt. 2.1.1 – Tilstrekkelig informasjon og egnethet for opptak til handel

Det innføres i pkt. 2.1.1, annet ledd, en innstrammende bestemmelse om at Oslo Børs etter en mer generell og overordnet vurdering kan avslå en søknad, selv om selskapet oppfyller alle opptakskrav. Dette har sin bakgrunn i hensynet til investorinteresser, den allmenne tilliten til bør- og verdipapirmarkedet og omdømmet til Merkur Market.

Pkt. 2.1.1 annet ledd, blir etter dette følgende:

(2) Oslo Børs ASA kan på bakgrunn av en overordnet egnethetsvurdering av selskapet og dets aksjer, beslutte å ikke ta opp aksjene til handel, dersom Oslo Børs ASA vurderer det som hensiktsmessig for å ivareta investorinteresser, den allmenne tilliten til bør- og verdipapirmarkedet og omdømmet til Merkur Market. Dette gjelder uavhengig av om et selskapet oppfyller alle opptaksvilkårene. Slike avslag skal begrunnes, jf. pkt. 5.2. Herunder vil det bli lagt vekt på:

- 1. Selskapets økonomi.*
- 2. Hvorvidt betydelige aksjeeiere ikke har opptrådt på en slik måte som medfører at selskapet anses uegnet for opptak til handel. Med betydelige aksjeeiere menes aksjeeiere som hver for seg eller sammen med nærstående, jf. verdipapirhandelloven § 2-5, direkte eller indirekte, eier eller kontrollerer mer enn 1/3 av aksjene eller stemmene i selskapet.*
- 3. Andre forhold av betydning.*

Det innføres en ny bestemmelse i pkt. 2.1.1, fjerde ledd, om at Oslo Børs i særskilte tilfeller og basert på en konkret vurdering, skal kunne gi dispensasjon fra opptaksvilkår. Hensikten med en slik dispensasjonsmulighet er å gi fleksibilitet i situasjoner hvor det kan være forhold av midlertidig karakter, som gjør at opptakskravene ikke er fullt ut innfridd på opptakstidspunktet. Regelen er ment å bli strengt praktisert og kun for enkeltstående tilfeller.

(4) Oslo Børs ASA kan i særskilte tilfeller og etter en konkret vurdering gi unntak fra de enkelte opptaksvilkår.

Opptaksreglene pkt. 2.4.1 – 15 prosent spredning av aksjene

Kravet om spredning av aksjene økes fra 10 til 15 prosent. Aksjene skal være spredt blant aksjeeiere som eier aksjer med en verdi på minst NOK 5.000. Bakgrunnen for å øke spredningskravet, er å tilrettelegge for økt likviditet. Kravet om at det i beregningen av spredningen skal foretas fradrag for personer som anses tilknyttet selskapet i henhold til pkt. 2.4.1, fjerde ledd, opprettholdes.

De nye kravene i pkt. 2.4.1 første og annet ledd blir på denne bakgrunn følgende:

(1) Minst 15 prosent av aksjene som søkes tatt opp til handel, skal være spredt blant allmennheten.

(2) Første ledd anses oppfylt dersom en andel av aksjene som nevnt på tidspunkt for opptak til handel er spredt blant personer som ikke har slik tilknytning til selskapet som angitt i fjerde ledd, og som hver eier aksjer med en verdi på minst NOK 5.000. Oslo Børs ASA avgjør i tvilstilfeller om kravene oppstilt i første punktum er oppfylt.

Opptaksreglene pkt. 2.4.2 – Spredning – antall aksjeeiere

Det innføres en ny bestemmelse om at aksjene som søkes tatt opp til handel skal være spredt blant minst 30 aksjeeiere, som hver eier aksjer med en verdi på minst NOK 5.000. Bakgrunnen for å kreve at utsteder skal ha minst 30 aksjeeiere, er å tilrettelegge for økt likviditet. Det skal ved beregningen

av dette spredningskravet gjøres fradrag for personer som anses tilknyttet selskapet i henhold til pkt. 2.4.1, fjerde ledd. De nye bestemmelsene i pkt. 2.4.2, første og annet ledd er følgende:

(1) Aksjene som søkes opptatt til handel på Merkur Market, skal på opptakstidspunktet være spredt blant minst 30 aksjeeiere, som hver eier aksjer med en verdi på minst NOK 5.000. Oslo Børs ASA avgjør i tvilstilfeller om kravene i første punktum er oppfylt.

(2) Aksjeeiere som er tilknyttet selskapet, jf. pkt. 2.4.1 fjerde ledd, regnes ikke med i beregningen etter første ledd.

Opptaksreglene pkt. 2.4.3 - Aksjer i samme aksjeklasse

På bakgrunn av nye opptaksregler i pkt. 9 som regulerer midlertidig opptak til handel av eksisterende aksjeklasse for selskaper notert på Oslo Børs eller Oslo Axess, er bestemmelsen i pkt. 2.4.3, første ledd, endret til følgende ordlyd:

(1) Søknad om opptak til handel skal gjelde samtlige utstedte aksjer i samme aksjeklasse. Det kan i særskilte tilfeller gis unntak, jf. opptaksreglene pkt. 9.

1.3 Opptaksreglene pkt. 3 - Opptaksprosessen

Opptaksreglene pkt. 3.1 – Tidsfrist for fremsettelse av søknad

Bestemmelsen i pkt. 3.1 endres på bakgrunn av at den formelle opptaksprosessen reduseres fra 15 til 10 handelsdager. Dette beregnes fra tidspunktet for børsens mottak av søknad, til første handelsdag. De nye bestemmelsene i første og annet ledd er følgende:

(1) Søknad om opptak til handel med vedlegg, skal sendes elektronisk til Oslo Børs ASA senest kl. 8.00 ti handelsdager før første handelsdag.

(2) Dersom dokumentasjonen i søknaden er mangelfull, eller Oslo Børs ASA av andre grunner må innhente ytterligere opplysninger, samt ved dispensasjonssøknader, vil det kunne være nødvendig med lengre behandlingstid.

Opptaksreglene pkt. 3.2 – Søknadens innhold

Det er nå innført en ny bestemmelse i første ledd om at Merkur-rådgiver skal bistå utsteder med utarbeidelsen av søknaden og opptaksdokumentet. Merkur-rådgiver skal signere på søknaden sammen med utsteder, for slik å bekrefte etter beste evne og vurdering, og på bakgrunn av tilstrekkelig gjennomgang av selskapet, at alle opptaksvilkår er oppfylt og at selskapet og dets aksjer er egnet for opptak til handel på Merkur Market.

Børsen ønsker ikke å pålegge Merkur-rådgiver et objektivt ansvar for eventuelle feil og tilbakeholdelser av informasjon hos utsteder, og som har resultert i at vurderingen av opptaksvilkår og egnethetsvurderingen i ettertid viser seg å være feilaktig. Det er selskapet som primært vil være ansvarlig overfor børsen i opptaksprosessen. Tolkningen av ordlyden i fjerde ledd, «på bakgrunn av tilstrekkelig gjennomgang av selskapet», henviser til at det skal være foretatt en tilstrekkelig gjennomgang av selskapet, innenfor det som vil være normalt for gjeldende type selskap og bransje, og på bakgrunn av de undersøkelser som ellers må kunne forventes gjennomført av Merkur-rådgiver. Det vil også vektlegges om eventuelle vesentlige funn i due diligence er blitt meddelt børsen presist nok og innen rimelig tid før opptak til handel.

Nye bestemmelser i pkt. 3.2 første til fjerde ledd, er følgende:

(1) Selskapet skal, med bistand fra sin Merkur-rådgiver, utarbeide og oversende utfylt standard søknadsskjema, som beskriver i hvilken grad og på hvilken måte vilkårene for opptak til handel er oppfylt. Standard søknadsskjema er tilgjengelig på Oslo Børs ASAs nettside. I den grad enkelte vilkår ikke er tilfredsstilt, skal det redegjøres for hvordan vilkårene vil bli oppfylt før opptak til handel.

(2) Søknaden skal inneholde en kort beskrivelse av hvilke due diligence-undersøkelser som er gjennomført, hvem som har gjennomført undersøkelsene, relasjoner mellom selskapet og rådgiverne som gjennomførte due diligence, samt andre særlige forhold som må antas å være av betydning for om det er foretatt tilstrekkelig due diligence, jf. pkt. 3.3.

(3) Søknad om opptak til handel skal være besluttet av styret, og undertegnet av styret eller av noen som styret har gitt nødvendig fullmakt. Ved innsendelse av søknaden, bekrefter selskapet at det oppfyller alle opptaksvilkår og at det forplikter seg til å følge reglene for Merkur Market.

(4) Merkur-rådgiver skal etter beste evne og vurdering, og på bakgrunn av tilstrekkelig gjennomgang av selskapet, bekrefte i søknaden at alle opptaksvilkår er oppfylt og at selskapet og dets aksjer er egnet for opptak til handel på Merkur Market.

Opptaksreglene pkt. 3.3 - Due diligence

Bestemmelsen i *opptaksreglene* pkt. 3.3, tiende ledd, om at selskaper med antatt markedsverdi på mindre enn NOK 50 millioner unntas fra due diligence, oppheves. Bakgrunnen for at dette unntaket fjernes, er at børsen har erfart at også mindre virksomheter bør gjennomgå en begrenset finansiell og juridisk due diligence.

Merkur-rådgiver er ansvarlig for å vurdere omfanget på due diligence-undersøkelsene, i samråd med selskapet. Omfanget på selskapsgjennomgangen vil således bero på Merkur-rådgivers kunnskap om selskapet og behovet for informasjon for å ivareta pliktene som Merkur-rådgiver i opptakssaken. Dette tilsier at selskapsgjennomgangen i noen saker vil kunne få et ikke ubetydelig omfang, mens det i andre og helt særskilte tilfeller, hvor Merkur-rådgiver har inngående kunnskap om selskapet, kanskje ikke anses som like påkrevet med en formell due diligence.

Det presiseres at Merkur-rådgiver har aktiv handleplikt overfor børsen ved avdekking av eventuelle funn i due diligence. En slik due diligence-gjennomgang skal være gjennomført før opptakssøknaden sendes inn til børsen, jf. også kravet om overordnet redegjørelse i *opptaksreglene* pkt. 3.2 annet ledd.

Bestemmelsen i *opptaksreglene* pkt. 3.3 er også forenklet i øvrige ledd. Blant annet stilles det ikke lenger krav om avholdelse av et møte mellom børsen og due diligence-rådgiverne, hvor resultatene fra due diligence presenteres. De nye bestemmelsene i pkt. 3.3 er etter dette følgende:

(1) Merkur-rådgiveren skal i overenskomst med selskapet, sørge for at det blir gjennomført tilstrekkelige finansielle og juridiske undersøkelser i forbindelse med opptaksprosessen. Formålet er å avdekke om det foreligger forhold av betydning for vurderingen av om selskapet og aksjene er egnet for opptak til handel, slik at både selskapet og Merkur-rådgiver kan avgi de bekreftelser som Oslo Børs ASA krever. Merkur-rådgiver vil være ansvarlig for å bestemme omfanget av selskapsgjennomgangen. Denne vurderingen og selskapsgjennomgangen skal være gjennomført innen søknaden sendes til Oslo Børs ASA.

(2) I tillegg skal due diligence-rådgiverne gjøre en vurdering av om selskapet har tilstrekkelig kompetanse, ressurser og rutiner til å tilfredsstille kravene til korrekt informasjonsgivning og håndtering. Det skal gis en oppsummering av denne vurderingen i søknaden.

(3) Selskapet og dets Merkur-rådgiver må vurdere om det er behov for ytterligere undersøkelser som berører tekniske, kommersielle, miljømessige, skattemessige og økonomiske forhold, samt eventuelle andre forhold av betydning.

(4) Begrenset due diligence skal gjennomføres av juridiske og finansielle rådgivere med nødvendig kompetanse. Det skal gis opplysninger om relasjoner med selskapet som søker opptak til handel. Rådgiverne for selskapet i opptaksprosessen kan forestå due diligence.

(5) Dersom det foreligger funn av betydning for vurderingen av om selskapet og dets aksjer er egnet for opptak til handel på Merkur Market, skal Merkur-rådgiver meddele dette til Oslo Børs ASA uoppfordret og i god tid innen første handelsdag.

Opptaksreglene pkt. 3.4 - Innledende møte

Tidspunktet for avholdelse av det innledende møtet endres i de reviderte reglene. Det skal heretter avholdes et innledende møte mellom børsen, selskapets ledelse og dets Merkur-rådgiver senest åtte handelsdager før første handelsdag. De endrete bestemmelsene i pkt. 3.4, første og annet ledd, er etter dette følgende:

(1) Det skal avholdes et innledende møte med Oslo Børs ASA. Selskapets Merkur-rådgiver og administrerende direktør, finansdirektør eller et medlem fra selskapets styre skal delta i møtet, med mindre Oslo Børs ASA samtykker i noe annet. Møtet skal avholdes senest åtte handelsdager før første handelsdag.

(2) I innledende møte skal selskapet og dets Merkur-rådgiver redegjøre for selskapets oppfyllelse av kravene for opptak til handel på Merkur Market. Selskapet og dets Merkur-rådgiver skal herunder orientere om eventuelle planlagte tiltak eller transaksjoner som skal gjennomføres i forbindelse med opptak til handel på Merkur Market.

Opptaksreglene pkt. 3.5 – Introduksjonskurs

Det innføres en ny bestemmelse om at sentrale personer i selskapets styre og ledelse, skal delta på et opplæringskurs i *løpende forpliktelser*, avholdt innen første handelsdag. Dette introduksjonskurset kan alternativt gjennomføres ved bruk av telefon- eller videokonferanse, eller ved at kurset avholdes hos utsteder, mot at omkostningene dekkes av selskapet. Bakgrunnen for at introduksjonskurs innføres, er børsens og selskapenes positive erfaringer med å avholde tilsvarende kurs i løpende forpliktelser for selskaper notert på Oslo Børs og Oslo Axess.

Børsen kan i særskilte tilfeller tillate at introduksjonskurset avholdes rett etter første handelsdag. Det kan videre innvilges helt eller delvis fritak, dersom erfaring og kompetanse vurderes tilstrekkelig. Den nye bestemmelsen i pkt. 3.5 er følgende:

(1) Selskapets administrerende direktør, finansdirektør, IR-ansvarlig (dersom selskapet har opprettet slik funksjon) og minst et medlem fra selskapets styre, skal delta på et kurs om selskapets løpende forpliktelser («introduksjonskurs»). Dette skal gjennomføres før første handelsdag på Merkur Market. Regelverket vedrørende utstедers løpende forpliktelser er tilgjengelig på nettsiden til Oslo Børs ASA.

(2) Oslo Børs ASA kan i særskilte tilfeller tillate avholdelse av introduksjonskurs rett i etterkant av første handelsdag. Børsen kan videre i særskilte tilfeller frita helt eller delvis fra deltakelse på introduksjonskurs, dersom erfaring og kompetanse vurderes som tilstrekkelig.

Opptaksreglene pkt. 3.6 – Fast track

Det foreslås at en slik rask formell opptaksprosess kan tilbys gjennomført i løpet av fem handelsdager, mot tidligere seks handelsdager. Dette forutsetter at børsen mottar en grundig og komplett søknad og et ferdigstilt opptaksdokument. Den endrete bestemmelsen i pkt. 3.6 er følgende:

Oslo Børs ASA kan gi unntak fra fristene i dette pkt. 3 for selskaper som anses egnet for en komprimert opptaksprosess og som inngår avtale om dette («fast track»). En fast track-prosess skal normalt kunne gjennomføres i løpet av fem handelsdager.

1.4 Opptaksreglene pkt. 6 – Opptaksdokument

Bestemmelsen om opptaksdokument i de tidligere *opptaksreglene* pkt. 7, endres til å bli nytt pkt. 6. Bestemmelsen i pkt. 6 første ledd endres noe, ved at det presiseres at Merkur-rådgiver skal bistå utsteder med utarbeidelsen av opptaksdokumentet og bekrefte overfor Oslo Børs at vedkommende har kontrollert at kravene til innhold er besvart. Merkur-rådgiver skal oversende samtidig med søknaden, et grundig gjennomarbeidet utkast til opptaksdokument og utfylt sjekkliste.

Oslo Børs foretar også en gjennomgang når søknaden og utkastet til opptaksdokument mottas. Det endelige opptaksdokumentet skal oversendes til Oslo Børs senest tre handelsdager før opptak til handel. Den endrete bestemmelsen i pkt. 6, første ledd, er følgende:

(1) Selskapet skal i forbindelse med opptak til handel på Merkur Market utarbeide et opptaksdokument med bistand fra sin Merkur-rådgiver.

- 1. Oslo Børs ASA skal motta et grundig gjennomarbeidet utkast til opptaksdokument og utfylt sjekkliste sammen med søknaden. Oslo Børs ASA skal gjennomgå opptaksdokumentet. Dersom materielle forhold utestår eller opptaksdokumentet ikke oppfyller innholdskravene på annen måte, vil det måtte påregnes at første handelsdag kan bli utsatt.*
- 2. Opptaksdokumentet skal kontrolleres av Merkur-rådgiver, som skal bekrefte overfor Oslo Børs ASA at slik kontroll er gjennomført i forbindelse med at endelig opptaksdokument og utfylt sjekkliste oversendes til børsen, innen kl. 8.00 tre handelsdager før første handelsdag.*
- 3. Opptaksdokumentet skal offentliggjøres gjennom NewsPoint senest kl. 8.00 første handelsdag.*

Bestemmelsen i pkt. 6, tredje ledd endres, da innholdskravene til opptaksdokumentet ikke lenger skal utgjøre et vedlegg til *opptaksreglene*. Fremover vil innholdskravene være tilgjengelige på nettsiden til Oslo Børs i et separat dokument. Ny bestemmelse i pkt. 6, tredje ledd, blir på denne bakgrunn følgende:

(3) Innholdskravene til opptaksdokumentet er tilgjengelige på Oslo Børs ASAs nettsider. Eventuelle andre vesentlige forhold eller karakteristika ved selskapet eller selskapets aksjer utover disse innholdskravene, skal også inntas i opptaksdokumentet.

Bestemmelsen i pkt. 6, fjerde ledd, om at selskaper med antatt markedsverdi på mindre enn NOK 50 millioner kan anvende forenklede innholdskrav i opptaksdokumentet, oppheves. Denne bestemmelsen fjernes derfor i sin helhet.

1.5 Opptaksreglene pkt. 7 – Opptak til handel

Bestemmelsen om opptak til handel i de tidligere *opptaksreglene* pkt. 6, endres til å bli nytt pkt. 7. Det innføres en presisering i pkt. 7, annet ledd, underpunkt 6, hvor Merkur-rådgiver skal bekrefte

overfor børsen senest handelsdagen før første handelsdag, at alle betingelser for opptak til handel er oppfylt og at selskapet oppfyller opptakskravene for øvrig.

6. *Merkur-rådgiver skal bekrefte overfor Oslo Børs ASA at alle betingelser for opptak til handel er oppfylt. Oppfyllelse av spredningskravene må dokumenteres ved tildelingslister eller utskrift fra verdipapirregisteret. Tildelingslister må vise oppfyllelse av spredningskravene og være ledsaget av en bekreftelse på at tildeling er utført i oppgjørssystemet senest handelsdagen før første handelsdag.*

1.6 Opptaksreglene pkt. 9 – Midlertidig opptak av aksjer

Det innføres nye regler i pkt. 9 om opptak til midlertidig handel av aksjer i en aksjeklasse som allerede er notert på Oslo Børs eller Oslo Axess. Bakgrunnen for denne regelendringen er at det av og til kan være praktisk for utstederne å få tatt opp aksjer til handel på en annen markedsplass enn Oslo Børs og Oslo Axess i påvente av at for eksempel selskapsrettslige forhold skal falle på plass. Dette vil basert på en konkret vurdering, kunne være en relativt rask prosess, uten omfattende dokumentasjonsutarbeidelse og engasjering av en Merkur-rådgiver. De nye reglene er følgende:

(1) Oslo Børs ASA kan beslutte opptak til midlertidig handel av aksjer på Merkur Market for en aksjeklasse som allerede er notert på Oslo Børs eller Oslo Axess.

(2) Aksjer som nevnt i første ledd kan etter mottak av forenklet søknad fra det utstedende selskap, tas opp til midlertidig handel dersom aksjene antas å ha allmenn interesse og kan forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning.

(3) Oslo Børs ASA fastsetter nærmere innholds krav og fremgangsmåter for søknaden nevnt i annet ledd. Ved vurderingen av søknaden skal det legges vekt på om aksjene er egnet for opptak til handel. Opptaksreglene pkt. 5 gjelder tilsvarende. Oslo Børs ASA kan etter en nærmere vurdering eventuelt gi unntak fra følgende bestemmelser:

1. *Pkt. 1.1 femte ledd om Merkur-rådgiver.*
2. *Pkt. 2 om opptaksvilkår, men ikke for pkt. 2.4.7 om at aksjene skal være registrert i verdipapirregister.*
3. *Pkt. 3 om opptaksprosessen.*
4. *Pkt. 6 om utarbeidelse av opptaksdokument.*

(4) Forenklet søknad nevnt i annet ledd skal sendes til notering@oslobors.no senest tre handelsdager før aksjene skal tas opp til handel. Dersom hendelsen utløser dokumentasjonskrav i form av prospekt eller lignende, skal Oslo Børs ASA motta dette senest samtidig med innsendelsen av søknad, jf. løpende forpliktelser pkt. 7.

(5) Oslo Børs ASA skal motta opplysninger som angitt i opptaksreglene pkt. 7, så langt reglene passer, senest kl. 14.00 på handelsdagen før opptak til handel.

(6) Selskapet har informasjonsplikt i henhold til løpende forpliktelser fra tidspunkt for opptak til handel, jf. pkt. 4.

1.7 Opptaksreglene pkt. 10 – Opptak til handel av ny aksjeklasse

Det innføres nye regler i pkt. 10 om opptak til handel av aksjer i en ny aksjeklasse i en tidsbegrenset periode, for et selskap som har andre aksjeklasser allerede notert på Oslo Børs eller Oslo Axess. Bakgrunnen for denne regelendringen er at børsen over tid har erfart at det kan oppstå hendelser

hos utstederne som leder til at det må utstedes en annen aksjeklasse enn den som er notert på Oslo Børs eller Oslo Axess, blant annet i forbindelse med restruktureringer og konvertering av obligasjonslån, hvor utsteder og dets aksjeeiere ønsker at også disse aksjene skal være handlebare. Dette vil basert på en konkret vurdering, kunne være en relativt rask prosess, uten omfattende dokumentasjonsutarbeidelse og engasjering av en Merkur-rådgiver. De nye reglene er følgende:

(1) Oslo Børs ASA kan beslutte opptak til handel av aksjer på Merkur Market i en tidsbegrenset periode for en ny aksjeklasse til et selskap som har andre aksjeklasser notert på Oslo Børs eller Oslo Axess.

(2) Aksjer som nevnt i første ledd kan etter mottak av forenklet søknad fra det utstedende selskap, tas opp til handel, dersom aksjene antas å ha allmenn interesse og kan forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning.

(3) Oslo Børs ASA fastsetter nærmere innholdskrav og fremgangsmåter for søknaden nevnt i annet ledd. Ved vurderingen av søknaden skal det legges vekt på om aksjene er egnet for opptak til handel. Opptaksreglene pkt. 5 gjelder tilsvarende. Oslo Børs ASA kan etter en nærmere vurdering eventuelt gi unntak fra følgende bestemmelser:

- 1. Pkt. 1.1 femte ledd om Merkur-rådgiver.*
- 2. Pkt. 2 om opptaksvilkår, men ikke for pkt. 2.4 om aksjene og pkt. 2.4.7 om at aksjene skal være registrert i verdipapirregister. Oslo Børs ASA kan gi dispensasjon i særskilte tilfeller.*
- 3. Pkt. 3 om opptaksprosessen.*
- 4. Det skal utarbeides et forenklet opptaksdokument, jf. pkt. 6, hvor aksjene som skal tas opp til handel beskrives. Oslo Børs ASA fastsetter nærmere innholdskrav og fremgangsmåter for opptaksdokumentet.*

(4) Forenklet søknad nevnt i annet ledd skal sendes til notering@oslobors.no senest seks handelsdager før aksjene skal tas opp til handel. Dersom hendelsen utløser dokumentasjonskrav i form av prospekt eller lignende, skal Oslo Børs ASA motta dette samtidig med innsendelsen av søknad, jf. løpende forpliktelser pkt 7.

(5) Oslo Børs ASA skal motta opplysninger som angitt i opptaksreglene pkt. 7, så langt reglene passer, senest kl. 14.00 på handelsdagen før opptak til handel.

(6) Selskapet har informasjonsplikt i henhold til løpende forpliktelser fra tidspunkt for opptak til handel, jf. pkt. 4.

1.8 Opptaksreglene pkt. 11 – Merkur-rådgiver

Det innføres en ny bestemmelse i pkt. 1.1, femte ledd, om at alle utstedere som søker om opptak til handel på Merkur Market, skal engasjere en Merkur-rådgiver. De nærmere reguleringer fremgår av nytt pkt. 11 i *opptaksreglene*.

Verdipapirforetak som er børsmedlemmer og/eller medlemmer av Merkur Market, samt innehar konsesjon til å yte corporate finance-tjenester, jf. verdipapirhandelloven § 2-1, 1. ledd nr. 6 og 2. ledd nr. 3, kvalifiserer til å bli godkjent som Merkur-rådgiver. Medlemmer av Merkur Market godkjennes ved å inngå en kortfattet tilleggsavtale til deres eksisterende medlemsavtale.

Øvrige verdipapirforetak som ikke er børsmedlem og medlem av Merkur Market, men som har konsesjon til å yte corporate finance-tjenester, kan også søke Oslo Børs om å bli godkjent som

Merkur-rådgiver. Oslo Børs vil da i sin evaluering foreta en helhetsvurdering av søkerens egnethet. Dette omfatter blant annet verdipapirforetakets øvrige konsesjoner, foretakets og de ansattes erfaring med verdipapirmarkedet, relevant kompetanse hos ansatte, samt tidligere eventuelle brudd på børs- og verdipapirlovgivningen. Det åpnes for at utenlandske verdipapirforetak uten norsk corporate finance-konsesjon også kan søke.

Børsen vil utarbeide et søknadsskjema som blir tilgjengelig på børsens nettsider. Oslo Børs forbeholder seg en rett til å avslå en søknad, dersom børsen vurderer at søkeren på søknadstidspunktet eller senere av ulike grunner, kan representere økt risiko for svekkelse av den allmenne tilliten til børs- og verdipapirmarkedet eller til Oslo Børs.

Oslo Børs mottar jevnlig henvendelser fra selskaper med spørsmål om hvilke verdipapirforetak som kan anbefales til tilretteleggingsoppdrag. For å bevare en nøytral tilnærming til dette spørsmålet i forbindelse med Merkur Market, kommer børsen til å publisere en liste på sine nettsider over verdipapirforetak som har tiltrådt denne ordningen.

Børsen vil tilby et regelverkskurs til alle verdipapirforetak som godkjennes som Merkur-rådgivere. Dette opplæringskurset skal være obligatorisk for Merkur-rådgivere som ikke er medlemmer av markedsplassen, med mindre tilstrekkelig erfaring og kompetanse kan dokumenteres.

Det stilles uavhengighetskrav til Merkur-rådgiver, ved at Merkur-rådgiver, dets ansatte og andre selskaper som eventuelt inngår i det konsernet som Merkur-rådgiver er en del av, er uavhengige av utstederselskapet som mottar finansielle tilretteleggingstjenester.

De nye bestemmelsene i pkt. 11 i *opptaksreglene*, er følgende:

(1) Verdipapirforetak som kvalifiserer til å påta seg oppdrag som Merkur-rådgiver, omfatter alle som er børsmedlem og/eller medlem av Merkur Market, og som innehar konsesjon til å yte corporate finance-tjenester, jf. verdipapirhandelloven § 2-1, 1. ledd nr. 6 og 2. ledd nr. 3. Tiltredelse skjer gjennom påtegning av et tillegg til foreliggende medlemsavtale.

(2) Øvrige verdipapirforetak som ikke er børsmedlemmer eller medlem av Merkur Market, men som har konsesjon til å yte corporate finance-tjenester som nevnt i første ledd, kan også søke Oslo Børs ASA om å bli godkjent som Merkur-rådgiver. Oslo Børs ASA vil i sin evaluering av søknader foreta en helhetsvurdering av søkerens egnethet. Dette omfatter blant annet verdipapirforetakets øvrige konsesjoner, foretakets og de ansattes erfaring med verdipapirmarkedet, relevant kompetanse hos ansatte, samt tidligere eventuelle brudd på børs- og verdipapirlovgivningen.

- 1. Søknadsskjema er tilgjengelig på Oslo Børs ASAs nettsider. Søknaden vil bli behandlet innen fire uker fra mottak, med mindre vesentlige forhold må avklares nærmere.*
- 2. Utførende rådgivere hos Merkur-rådgiver som ikke er børsmedlem eller medlem på Merkur Market, skal delta på regelverkskurs hos Oslo Børs ASA. Fritak kan innvilges dersom tilstrekkelig erfaring og kompetanse kan dokumenteres.*
- 3. Utenlandske verdipapirforetak uten norsk corporate finance-konsesjon kan også søke om å bli godkjent som Merkur-rådgiver. Oslo Børs ASA vil i sin vurdering se hen til blant annet børs- og verdipapirlovgivningen i søkerens hjemstat og øvrige momenter nevnt i andre ledd.*

(3) Uavhengig av om et verdipapirforetak som søker om å bli godkjent som Merkur-rådgiver oppfyller alle vilkår, forbeholder Oslo Børs ASA seg rett til å kunne avvise en søknad, dersom det vurderes at en søker ikke er egnet på søknadstidspunktet og at en godkjennelse av søkeren vil

kunne medføre økt risiko for svekkelse av den allmenne tilliten til børss- og verdipapirmarkedet eller til Oslo Børs. Slike avslag skal begrunnes.

(4) Det stilles krav om at Merkur-rådgiver, dets ansatte og andre selskaper som eventuelt inngår i det konsernet som Merkur-rådgiver er en del av, er uavhengige av det selskapet som bistås i forbindelse med opptak til handel på Merkur Market:

- 1. Merkur-rådgiver kan sammenlagt ikke eie 10 prosent eller mer av aksjene eller stemmene i det selskapet som bistås. Et eventuelt eierskap skal meddeles Oslo Børs ASA og det skal opplyses konkret om dette i opptakssøknaden og opptaksdokumentet.*
- 2. Ingen ansatte hos Merkur-rådgiver kan inneha ledende stillinger eller styreverv hos det selskapet som bistås i forbindelse med opptak til handel.*
- 3. En eier som direkte eller indirekte eier 10 prosent eller mer av Merkur-rådgiver, kan ikke inneha ledende stillinger eller styreverv hos det selskapet som bistås i forbindelse med opptak til handel.*
- 4. Oslo Børs ASA kan i særskilte tilfeller gi unntak fra uavhengighetskravene i punkt 1, 2 og 3, der hvor forholdet er av en slik karakter at det ikke kan anses å svekke selskapets egnethet for opptak til handel. Dette gjelder blant annet i situasjoner hvor Merkur-rådgiver yter garantitjenester i forbindelse med kapitalutvidelser. Eventuelle unntak fra uavhengighetskravet skal redegjøres for i opptakssøknaden og i opptaksdokumentet.*

(5) Særskilte endringer i Merkur-rådgivers organisasjon som kan gi grunnlag for interessekonflikter med oppdragsgivende selskap, eller kan påvirke Merkur-rådgiverens uavhengighet eller dens muligheter til å innfri sine forpliktelser i henhold til opptaksreglene, slik som blant annet varsel om konsesjonstap, beslutninger om sammenslåing eller avvikling, skal meddeles Oslo Børs ASA så snart som mulig.

2 Avgifter Merkur Market

Introduksjonsavgift og årlig avgift for utstedere på Merkur Market vil fremdeles være lavere enn for Oslo Børs og Oslo Axxess. Følgende avgifter gjelder pr. januar 2017:

Introduksjonsavgift ved ordinær opptaksprosess:

- Minimum NOK 50.000 og maksimum NOK 350.000, avhengig av selskapets markedsverdi på opptakstidspunktet.
- Det vil ikke påløpe kontrollavgift for børsens gjennomgang av opptaksdokumenter etter de nye reglene

Årlig avgift:

- Minimum NOK 50.000 og maksimum NOK 600.000, avhengig av selskapets markedsverdi ved årsskiftet eller på opptakstidspunktet for nye selskaper.

En komplett oversikt over avgifter gjeldende for medlemmer og utstedere på Merkur Market er offentliggjort på <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Notering/Priser-og-avgifter>.

3 Ikrafttredelse og overgangsregler

De endrete utstederreglene trer i kraft 9. januar 2017. Selskaper som har sendt inn søknad om opptak til handel innen 8. januar 2017, kan bli tatt opp til handel etter gammelt regelverk, dersom det skjer senest den 28. februar 2017.

2 OPPTAK TIL BØRSNOTERING

2.1 Nye selskaper i 2016

Selskaper som har søkt om notering og er vedtatt tatt opp i 2016:

Navn	Dato for vedtak i styremøte i Oslo Børs	Første noteringsdag
OSLO BØRS		
Treasure ASA	03.06.2016	08.06.2016
B2Holding ASA	30.05.2016	08.06.2016
Norwegian Finans Holding ASA	15.06.2016	17.06.2016
Cxense ASA*	10.08.2016	12.08.2016
Arcus ASA	25.11.2016	01.12.2016
Pareto Bank ASA*	06.12.2016	12.12.2016
Solstad Offshore ser. B	16.11.2016	13.12.2016
Link Mobility Group ASA*	06.12.2016	16.12.2016
OSLO AXESS		
Pareto Bank ASA	23.05.2016	27.05.2016
Targovax ASA	05.07.2016	08.07.2016
MERKUR MARKET		
WR Entertainment ASA		13.01.2016
Sino Agro Food Inc.		13.01.2016
Oxxy Group PLC		13.01.2016
Induct AS		13.01.2016
Black Sea Property AS		13.01.2016
Atlantic Lumpus AS		13.01.2016
Aasen Sparebank		13.01.2016
Gentian Diagnostics AS		14.12.2016
Epic Gas Ltd.		15.12.2016
Songa Bulk AS		19.12.2016
Kolibri Kapital ASA		21.12.2016

* Overføring fra Oslo Axess

2.2 Opptakspraksis

2.2.1 [Selskap NN] – Saken gjelder dispensasjon fra krav om konsernregnskap på opptakstidspunktet ved opptak til handel på Merkur Market (utdrag fra innstilling til Noteringskomitéen 02.12.16)

Selskapet har fått dispensasjon fra kravet om konsernregnskap i årsrapport på opptakstidspunkt.

Opptaksreglene pkt. 2.2.2:

Selskapet skal ha utarbeidet minst én års- eller delårsrapport etter reglene og prinsippene som beskrevet i pkt. 4.2 i løpende forpliktelser. Års- eller delårsrapporten skal være underlagt ordinær revisjon.

Iht. løpende forpliktelser skal årsrapportene blant annet være konsernregnskap dersom utsteder er morselskap i et konsern og årsrapporten skal inneholde kontantstrømoppstilling.

Selskapet har fremlagt revisorbekreftelse på at selskapet er unntatt fra å lage konsernregnskap med bakgrunn i regnskapsloven § 3-2 femte ledd («Et morselskap kan unnlate å utarbeide konsernregnskap hvis samtlige av selskapets datterselskaper både hver for seg og samlet er av uvesentlig betydning»). Ved opptak av Induct AS på Merkur ble det gitt unntak fra krav om konsernregnskap basert på tilsvarende grunnlag. Administrasjonen innstiller derfor på å gi unntak for historiske konsernregnskap for selskapet.

Selskapet har i ettertid fått utarbeidet separat kontantstrømopplyse for regnskapsåret 2015 som er godkjent av revisor. Basert på dette anses selskapet å oppfylle krav om kontantstrømoppstilling i årsregnskapet.

2.2.2 Epic Gas Ltd - Vedrørende søknad om opptak til handel på Merkur Market (utdrag fra innstilling til Noteringskomitéen av 11.12.16)

Saken gjaldt fri omsettelighet av aksjer og var todelt hvor følgende ble vurdert:

- 1) omsetningsbegrensninger i vedtekter og
- 2) omsetningsbegrensninger iht. aksjonæravtale hvor selskapet selv var part i avtalen

Aksjer tatt opp til handel skal være fritt omsettelige. Dersom selskapet i henhold til vedtekter, lov eller forskrift gitt i medhold av lov er gitt skjønnsmessig adgang til å nekte samtykke til et aksjeervert eller anvende andre omsetningsbegrensninger, kan adgangen bare benyttes hvis det foreligger skjellig grunn til å nekte samtykke eller til å anvende andre omsetningsbegrensninger, og anvendelsen ikke skaper forstyrrelser i markedet.

Ad. vedtekter

I selskapet vedtekter punkt 4.3 fremgikk det følgende: *“Subject to the Memorandum, these Articles and to section 54(5) of the Act, the Company shall, on receipt of an instrument of Transfer, enter the name of the Transferee of the Share in the Company’s register of members unless the directors resolve to refuse or delay the registration of the Transfer for reasons that shall be specified in the resolution. Where the directors pass such a resolution, the Company shall send to the Transferor and the Transferee a notice of the refusal or delay.”*

Selskapet redegjorde som følger: “Article 4.3 refers to the transfer of shares that are held by shareholders in their own name and such shareholders would appear in the Register of Members of the Company. The transfer of such shares is by way of an instrument of transfer which is submitted for review and approval by the Board of Directors. The M&A gives the Board the right to refuse registration to safeguard the interests of the Company. For the shares to be traded on the Merkur Market, where DNB Bank ASA will make changes of ownership by way of book entries, Article 4.3 would not apply. It is clear from Article 4.5 that there shall not be “any restriction on the transfer of Shares or any beneficial interests in Shares pursuant to the VPS.”

Selskapet har opplyst om ovennevnte forhold i opptaksdokumentet.

Ad. aksjonæravtale

I forbindelse med aksjonæravtalen ble følgende bestemmelse i aksjonæravtalen vurdert nærmere i innstillingen til Noteringskomitéen:

5.5 Notwithstanding any provision hereof to the contrary, no person, shall be entitled to become a Transferee of any Founder Shares nor to have any Shares issued to it or to acquire any rights hereunder unless such person signs, executes and delivers a fully valid and binding Deed of Adherence substantially in the form set out in Schedule 1.

Selskapet har opplyst at *“The Shareholders’ Agreement will impose an obligation to the Founders who are party to the Shareholders’ Agreement, and accordingly, para 5.5 only applies to the Founders and govern how they should transfer or sell their shares. The Shareholders’ Agreement would not affect the shares that may be issued by the Company”*.

Basert på ovennevnte forklaring fra selskapet er bestemmelsen i avtalen ikke ansett å utgjøre brudd på opptaksreglene.

3 STRYKNING/SUSPENSJON

3.1 Selskaper som er strøket fra notering

Navn	Vedtaksdato	Siste noteringsdag
OSLO BØRS		
Bulk Invest ASA	24.05.2016	30.05.2016
Siem Shipping Inc.	14.10.2016	14.12.2016
Havfisk ASA	15.11.2016	17.11.2016
OSLO AXESS		
Serendex Pharmaceuticals A/S	07.03.2016	03.05.2016
Serodus ASA	20.12.2016	15.02.2017
Aurora LPG Holding ASA	22.12.2016	27.12.2016
MERKUR MARKET		
Ingen selskaper vedtatt strøket i 2016		

3.2 Strykningssaker

3.2.1 Otium AS - overtredelse av ABM-reglene – strykning av obligasjonslån fra Nordic ABM (brev av 03.03.16)

1 Innledning

Saken dreier seg om hvorvidt Otium AS («Otium» eller «Selskapet») har brutt ABM-reglene punkt 3.4.6 og 3.4.7, jf. pkt. 3.4.3 og 3.4.4, ved å unnlate å utarbeide og offentliggjøre delårs- og årsrapporter rettidig. Det må videre vurderes hvorvidt oversittelsene av fristene representerer grove eller vedvarende brudd på de nevnte bestemmelser eller noteringsvilkår for øvrig. Videre stilles det spørsmål ved om Selskapet har overholdt plikten til å gjøre regnskapsrapportene tilgjengelig på låntagers internettside etter at offentliggjøring har funnet sted, jf. ABM-reglene punkt 3.5.1 (6).

I skrivende stund har Selskapet ikke ferdigstilt og følgelig heller ikke offentliggjort halvårsregnskapet for 2015, jf. ABM-reglene pkt. 3.4.6, jf. pkt. 3.4.4. Det stilles følgelig spørsmål til om dette utgjør et pågående brudd.

2 Kort om Selskapet og det noterte lånet

2.1 Selskapet⁵

Selskapet ble etablert i 1987 og er morselskap i Otium-konsernet. Konsernet driver eiendomsutvikling, bygging av boliger, fritidsboliger og utleie av næringsbygg. Selskapet har hovedkontor i Stavanger og avdelingskontorer i Oslo og Kristiansand. Selskapets prosjekter er hovedsakelig i disse regionene. I tillegg eier selskapet også en portefølje med næringseiendom i Sverige.

Utvalgte regnskapstall* for konsernet:

⁵ Informasjon fra Selskapets nettsider, årsrapport for 2014 (deres sist offentliggjorte regnskapsrapport) og noteringsdokumentasjonen.

	2011	2012	2013	2014
Inntekter	701	735	748	647
Driftsresultat	187	67	-182	69
Årsresultat	67	-23	450	- 170
SUM eiendeler	2414	2862	2834	1968
Netto kontantstrøm	-87	104	-160	-69

*alle tall MNOK

2.2 Det noterte lånet

Obligasjonslån utstedt av Otium ble emittert 20. desember 2012 og notert på Nordic ABM den 30.05.2013. Lånet var opprinnelig på NOK 100 millioner, uten særskilt sikkerhetsstillelse og med forfall 31. mars 2015. Nordic Trustee er lånets tillitsmann og tilrettelegger av lånet var Sparebank 1 Markets. Lånets offisielle navn er FRN Otium AS Senior Unsecured Bond Issue 2012/2015.

Selskapet hadde i 2014 en negativ utvikling og i begynnelsen av 2015 var likviditetssituasjonen utfordrende. I løpet av 2015 ble det avholdt tre obligasjonseiermøter med sikte på betydelige endringer i lånet. Dette skjedde i forbindelse med en større restrukturering som også omfattet annen gjeld i Otium-konsernet. En av endringene som ble vedtatt innebar innfrielse av ca. 95 % av lånet, gjennom en konvertering av gjeld til aksjer. Nye vilkår for lånet ble godkjent på obligasjonseiermøte 21. juli 2015, men trådte først i kraft den 17. november 2015:

Utestående volum: NOK 5 197 362,-

Forfallsdato: 31. mars 2017

Uendret sikkerhetsstillelse

Etter denne endringen er det, gjennom Børsens handelssystem, innrapportert en ordinær omsetning i lånet på ca. 15 % av pålydende verdi. Denne omsetningen ble gjort 11. januar 2016.

3 Nærmere om saken

3.1 Bakgrunn

Børsen gjennomgår rutinemessig om obligasjonsutstedere som ikke omfattes av Finanstilsynets regnskapskontroll overholder fristene for offentliggjøring av års- og halvårsrapporter.

Bestemmelsen for offentliggjøring av halvårsrapport i ABM-reglene lyder:

«Pkt. 3.4.6 Offentliggjøring av delårsrapport

«(1) Halvårsrapporter (...) i henhold til punkt 3.4.4 skal offentligjøres så raskt som mulig og senest to måneder etter regnskapsperiodens utgang. (...)»

Otium har ikke overholdt fristen for offentliggjøring av halvårsrapport for 2015. Slik halvårsrapport skulle vært offentliggjort senest 31. august 2015. Selskapet har skriftlig opplyst at de sikter mot offentliggjøring av halvårsrapporten for 2015 i løpet av 1. kvartal 2016. Ved antatt offentliggjøring innen utløpet av mars 2016, vil denne rapporten være 7 måneder forsinket i forhold til kravet i ABM-reglene. Otium har også tidligere offentliggjort regnskapene for flere perioder forsinket i forhold til kravene i ABM-reglene:

Dato	Hendelse	Kommentar ⁶
30.05.2013	Lånet noteres	
20.12.2013	Halvårsrapport 2013 offentliggjøres	4 mnd. forsinket
06.08.2014	Årsregnskap 2013 offentliggjøres	3 mnd. forsinket
30.10.2014	Halvårsregnskap 2014 offentliggjøres	2 mnd. forsinket
09.02.2015	Årsregnskap 2014 offentliggjøres	9 mnd. forsinket

Den aktuelle bestemmelsen for offentliggjøring av årsrapport i ABM-reglene lyder:

Pkt. 3.4.7

«(1) Årsrapporten skal offentliggjøres senest fire måneder etter regnskapsårets utgang.

(2) Offentliggjøring skal skje straks årsrapporten er vedtatt av styret (...)»

Selskapet mottok brev fra Børsen den 6. august 2014 relatert til forsinket offentliggjøring av årsregnskapet for 2013. I brevet anførte Børsen følgende:

«Børsen anser regnskapsinformasjon for å være av vesentlig betydning for investors mulighet til å fastsette markedsriktig kurs på låntagers obligasjoner da økonomiske forhold gir investorene opplysninger om låntagers soliditet. Siden selskapet også har vært i brudd med sine lånevilkår, ytterligere forsterkes dette poenget. Det er dermed viktig at frister for innsendelse og offentliggjøring av regnskapstall overholdes

Oslo Børs ser alvorlig på at fristen ikke er overholdt. Der er en lang oversittelse av fristen som er et skjerpende moment og kunne medført at selskapet burde fått offentlig kritikk (...). Når vi allikevel velger å falle ned på et brev, er det fordi vi ikke tidligere har registrert slik lang oversittelse av fristen hos Otium. Vi ber selskapet om å gjennomgå sine rutiner for å sikre at dette ikke gjentar seg»

Selskapet har ikke overholdt noen tidsfrister i ABM-reglene knyttet til finansiell rapportering etter at lånet ble notert i mai 2013. I forbindelse med Børsens gjennomgangen av offentliggjøring av årsrapporter for 2014 og halvårsrapporter for 2015 har vi henvendt oss til Selskapet vedrørende de forsinkede og ikke offentliggjorte regnskapene. Børsen mottok først svar fra Selskapet den 9. februar 2016 etter purring, en uke etter opprinnelig fastsatt frist. Den samlede korrespondansen mellom Børsen og Selskapet består av to telefonsamtaler, to henvendelser fra børsen pr. e-post og Selskapets forsinkede tilsvare på våre innledende undersøkelser. Det er også mottatt en kort tilbakemelding på utkast til dette dokument ("varsel om vurdering av strykning") som ble oversendt Selskapet 15. februar for kontradiksjon. Dette er beskrevet nærmere under punkt 5.

Denne saken gjelder oversittelse av fristene for offentliggjøring av regnskapsinformasjon. I tillegg har ABM-reglene separate bestemmelser som fastsetter at utstederne med lån notert på Nordic ABM skal utarbeide årsrapport og halvårsrapporter eller tertialrapport etter kravene i ABM-reglene. Utarbeidelse og offentliggjøring av regnskapsinformasjon henger naturlig sammen, men er håndtert

⁶ Forsinkelsen er beregnet i forhold til en siste frist for offentliggjøring av halvårsrapport den 31. august og siste frist for offentliggjøring av årsrapport 30. april.

som separate bestemmelser i ABM-reglene. Derfor anfører Oslo Børs at Selskapet også har vært i brudd med kravene om utarbeidelse av de respektive års- og halvårsrapportene.

Oslo Børs har også avdekket at ingen av regnskapsrapportene som er offentliggjort med børsmelding er tilgjengelige på låntager internettside, og følgelig anses dette som et brudd på ABM-reglene pkt. 3.5.1 som lyder:

«(6) Opplysningene skal i tillegg gjøres tilgjengelig på låntagers internettside etter at offentliggjøringen har funnet sted⁷»

4 Rettslig grunnlag

Utstedere av lån notert på Nordic ABM skal utarbeide årsrapport og halvårs- eller tertialrapporter etter kravene i ABM-reglene pkt. 3.4.3 og 3.4.4. Disse rapportene skal offentliggjøres i tråd med kravene i ABM-reglene pkt. 3.5.1 innen fristene fremsatt i ABM-reglene pkt. 3.4.6 og 3.4.7. Det vises til punkt 3 ovenfor hvor bestemmelsene som angir fristene er gjengitt.

Det overordnede hensynet bak disse reglene er å sikre en regelmessig rapportering av den finansielle situasjonen i utstederselskapet til investorene og øvrige markedsaktører. Denne informasjonen er viktig for investorenes og øvrige markedsaktørers vurderinger og danner grunnlaget for deres investeringsbeslutninger, som videre reflekteres i markedets prising av det aktuelle instrumentet. Et velfungerende finansielt marked er avhengig av en god informasjonsflyt fra utstederne til markedet som igjen danner grunnlaget for en effektiv prising av instrumentene i markedet. Følgelig påvirker det kvaliteten på markedsplassen negativt når de grunnleggende bestemmelsene som skal sikre markedsaktørene regelmessig tilgang på finansiell informasjon brytes.

ABM-reglene pkt. 7.1 åpner for strykning av obligasjonslån fra Nordic ABM i visse situasjoner:

(1) Nordic ABM kan vedta at et lån skal strykes fra notering hvis det ikke lenger tilfredsstiller vilkårene for notering eller hvis særlige grunner for øvrig tilsier det. Nordic ABM kan likevel ikke stryke et finansielt instrument hvis dette kan ventes å medføre vesentlig ulempe for eierne av instrumentet eller markedets oppgave og funksjon.

(2) Har låntager grovt eller vedvarende brutt bestemmelsene i disse noteringsvilkår, generelle regler som følge av verdipapirlovgivning eller forskrifter gitt i medhold av dette, skal det i alminnelighet anses for å være en særlig grunn som kan tilsi strykning av lånet.

(...)

5 Selskapets anførsler

Som svar på Børsens innledende undersøkelser har Selskapet den 9. februar 2016 anført at halvårsrapporten for 2014 ble offentliggjort to måneder senere enn siste frist iht. ABM reglene som følge av at årsregnskapet for 2013 var kraftig forsinket. Årsregnskapet for 2013 ble først godkjent den 31. august 2014 som følge av usikkerhet og vurderinger knyttet til enkelte aktiva i Selskapets balanse.

Selskapet anfører videre at årsrapporten for 2014 ble forsinket offentliggjort med bakgrunn i Selskapets prosess med kreditorene for å løse selskapets likviditetsutfordringer. Prosessen munnet ut i en endelig avtale med obligasjonseierne om konvertering av deler av konsernets gjeld til preferanse B-kapital. Selskapet anfører at det har vært ressurskrevende å implementere avtalen og at den

⁷ Pkt. 3.5.1 handler om offentliggjøring av opplysninger i Nordic ABMs åpningstid.

medførte korrigeringer på årsregnskapet. Årsregnskapet ble godkjent den 11. september 2015, men likevel ikke offentliggjort i børsmelding som følge av en forglemmelse. Regnskapet ble offentliggjort 9. februar 2016 i sammenheng med Børsens innledende undersøkelser i saken.

Etterfølgende forsinkelser på finansielle rapporter skyldes etterslep fra den overnevnte prosessen, ifølge Selskapet.

Selskapet er også forelagt en foreløpig versjon av dette dokumentet og har bekreftet at de ikke har noen kommentarer til innholdet.

6 Børsens vurdering

Som nevnt har Selskapet oversittet samtlige frister knyttet til finansiell rapportering i ABM-reglene siden deres lån ble tatt opp til notering på Nordic ABM i mai 2013. Selskapet har også brutt bestemmelsene knyttet til utarbeidelse av regnskapsrapporter frem til de forsinket er blitt offentliggjort, som diskutert over. Fra det aktuelle lånet ble notert i mai 2013 skulle selskapet som minimum ha offentliggjort fem regnskapsrapporter i henhold til ABM-reglene. Ingen av rapportene er offentliggjort rettidig i forhold til fristene i ABM-reglene, og selskapet er fortsatt i brudd hva gjelder halvårsrapporten for 2015. Således fremstår bruddene knyttet til sen offentliggjøring av regnskapsrapporter som systematiske og vedvarende.

Oversittelsen av de nevnte fristene for offentliggjøring av regnskapsinformasjon varierer fra ca. to til ni måneder. En halvårsrapport som offentliggjøres to måneder etter siste frist i ABM-reglene er i praksis basert på 4 måneder gammel informasjon. En årsrapport som offentliggjøres 9 måneder etter siste frist i ABM-reglene er i praksis basert på 13 måneder gammel informasjon. Informasjonsverdien av de sent offentliggjorte regnskapsrapportene er for markedet avtagende med lengden på fristoversittelsen.

Som beskrevet i pkt. 4 over anses finansiell informasjon fra låntagere som vesentlig informasjon, og i mange tilfeller representerer slik informasjon brorparten av en låneutsteders kommunikasjon til obligasjonseierne og markedet for øvrig. I den perioden lånet har vært notert består den øvrige informasjon offentliggjort av Selskapet av informasjon som er direkte foranlediget av låneavtalen, dvs. informasjon om renteendringer og obligasjonseiermøter. I løpet av denne perioden har det skjedd en betydelig forverring av Selskapets finansielle situasjon. Flere måneders oversittelse av de nevnte fristene fremstår også som sent sammenlignet med øvrige utstedere som har vært gjenstand for tilsvarende kontroll fra Børsens side. Etter Børsens syn, fremstår bruddene som grove.

Etter pkt. 7.1 i ABM-reglene fremgår det at Oslo Børs ikke kan stryke lånet hvis dette kan medføre vesentlig ulempe for eierne av instrumentet eller markedets oppgave og funksjon. Det innebærer at det må foretas et bredt skjønn med avveining og vurdering av hensynene for og hensynene mot strykning. Det sentrale er Børsens og markedets interesse i å kunne foreta strykning når utstedere systematisk og grovt ikke overholder helt sentrale informasjonsregler mot obligasjonseierens interesse i fortsatt notering.

Utestående volum i lånet er redusert fra NOK 100 millioner til NOK 5 millioner, og således er de økonomiske interessene betraktelig redusert i lånet. Utstedernes informasjonsplikt er en sentral side ved notering av obligasjonslån og utgjør et helt sentralt element i beskyttelsen av eksisterende og potensielle investorer i lånet. All den tid informasjonen fra Selskapet ikke blir offentliggjort i tråd med ABM-reglene mener Børsen at verdien av noteringen for lånets investorer allerede er lav. Som tidligere nevnt er det kun rapportert en omsetning siden lånet ble endret til utestående NOK 5 millioner.

Som det fremkommer over har Selskapet tidligere mottatt brev fra Børsen med uttrykkelig kritikk for oversittelse av frist for finansiell rapportering. Børsen henstilte da Selskapet om å gjennomgå sine rutiner for å sikre at dette ikke gjentok seg. Da tilsvarende brudd likevel gjentas, vedvarende og grovt, anser Børsens dette som en skjerpene omstendighet.

Selskapets anførsler i forbindelse med denne saken er også nøye vurdert. Det er anført at forsinkelsene hovedsakelig skyldes en ressurskrevende prosess knyttet til å etablere en avtale med selskapets kreditorer og implementere denne for å løse selskapets likviditetssituasjon. Oslo Børs har respekt for at selskapet har vært gjennom en krevende prosess, men fristene for finansiell rapportering i ABM reglene står seg uavhengig av hvilken situasjon selskapet befinner seg i. Oppsiden i et obligasjonslån er uansett begrenset av bestemmelsene i låneavtalen, mens nedsiderisikoen er fullt til stede. Følgelig vil Børsen anføre at regnskapene til en obligasjonsutsteder i vanskeligheter, i mange tilfeller, vil ha større informasjonsverdi for markedet enn regnskapene til en utsteder som uproblematisk overholder sine forpliktelser etter låneavtalen. Følgelig var det også desto viktigere for markedsaktørene at Otium overholdt fristene for regnskapsrapportering.

Nordic ABM er et uregulert marked der reglene fullt ut fastsettes av Oslo Børs. ABM-reglene inneholder ikke mulighet til å ilegge utstedere som bryter reglene overtredelsesgebyr. Sanksjon ved overtredelse er begrenset til kritikk og strykning. Oslo Børs kan her ikke se at kritikk er et tilstrekkelig egnet virkemiddel, slik at alternativet som må vurderes er strykning.

Strykning er her åpenbart ikke en vesentlig ulempe for markedets oppgaver og funksjon, og samlet sett kan Børsen heller ikke se at en strykning medfører en vesentlig ulempe for obligasjonseierne.

Børsen vurderer det derfor slik at lånet bør strykes fra notering på Nordic ABM. Selskapet har anført overfor Børsen at det er ønskelig at beslutning om strykning utsettes 14 dager på bakgrunn av pågående prosesser på egenkapitalsiden i Selskapet, herunder plan om å innfri lånet på kort sikt. Fra Børsens side er det ikke ønskelig å utsette beslutningen om strykning, men gjennomføringen av strykningen settes noe frem i tid for å imøtegå Selskapet, samt å gi obligasjonseierne noe tid til å innrette seg. Administrasjonen ved Oslo Børs har på denne bakgrunn besluttet følgende 3. mars 2016:

«Obligasjonslån utstedt av Otium AS med ISIN NO0010665367 strykes fra notering på Nordic ABM med virkning fra 18. mars 2016. Siste noteringsdag vil være 17. mars 2016. Oslo Børs anser lånet som uegnet for videre notering som følge av gjentatte brudd på bestemmelsene i ABM reglene knyttet til regnskapsrapportering.»

3.2.2 Siem Shipping Inc. - Børsklagenemndens sak 2/2016 (20.12.16)

Avgjørelse 20.12.2016 av klage fra minoritetsaksjonærer i Siem Shipping Inc. over Oslo Børs ASAs vedtak 14. oktober 2016 om å stryke Selskapets aksjer fra notering på Oslo Børs, jf. børsloven § 25.

1 Klagesaken og Børsklagenemndens sammensetning

Oslo Børs ASA («**Oslo Børs**» eller «**børsen**») fattet 14. oktober 2016 slikt vedtak:

«Aksjene i Siem Shipping Inc. strykes fra notering på Oslo Børs fra og med 14. desember 2016. Siste noteringsdag vil være 13. desember 2016.»

Advokatfirmaet Schjødt påklaget i brev 1. november 2016 vedtaket på vegne av følgende minoritetsaksjonærer i Selskapet («**klagerne**»):

- Caiano Ship AS
- James Marnix Van Overklift
- Caiano Eiendom AS
- Belleza Capital Group SA
- Smedasundet III AS
- Ireneusz Kuligowski
- Charrua IV AS
- Knut Ulrik Jørgensen
- Jens Erik Kirkefjord
- Caiano Shipping III AS
- Dag Georg Johannessen
- Henrik Vold

Klagen er rettidig fremsatt. Gjennom Advokatfirmaet Wiersholm innga Siem Shipping Inc. («**Selskapet**» eller «**Siem Shipping**») merknader til klagen i brev 16. november 2016.

På vegne av klagerne innga Advokatfirmaet Schjødt tilleggsbemerkning til klagen 19. november 2016.

Oslo Børs har ikke funnet grunn til å omgjøre vedtaket. Saken ble 25. november 2016 oversendt Børsklagenemnden for behandling, jf. børsforskriften § 37 sjette ledd og forvaltningsloven § 33 fjerde ledd.

Advokatfirmaene Wiersholm og Schjødt innga på vegne av henholdsvis Selskapet og klagerne sluttmerknader den 1. desember 2016 i forbindelse med børsstyrets behandling av saken og oversendelsen til Børsklagenemnden. Børsen og partene innga merknader til sluttmerknadene den 5. desember 2016.

Børsklagenemnden har behandlet saken i møte. Ved behandlingen deltok Liv Gjølstad (leder), Christian Lund, Espen Klitzing, Jøril Mæland og André Michaelsen.

2 Om selskapet

Siem Shipping driver hovedsakelig innen spesialiserte kjøleskip. Selskapet kontrollerer direkte en flåte på 30 kjøleskip med kapasitet på totalt 17 millioner kubikkmeter. Gjennomsnittlig alder på skipene er 15 år. Kjøleskipene er spesialisert for transport av frukt og annen lett bederverlig mat. Selskapet bestemte seg i 2015 for også å satse på transport av biler. I den forbindelse har selskapet p.t. fem skip under bygging.

Selskapet har vært notert på Oslo Børs siden april 2001, først under navnet Swan Reefers Inc. Selskapet skiftet i september 2001 navn til Star Reefers Inc., og sist i 2012 ble navnet skiftet til Siem Shipping Inc. Selskapet er registrert på Cayman Islands. Årlig omsetning er ca. USD 200 millioner (2015).

Selskapet er ikke notert på annen markeds plass enn Oslo Børs.

3 Bakgrunn

3.1 Sakens bakgrunn

Selskapets generalforsamling vedtok 6. mai 2016 å gi styret fullmakt til å søke om strykning fra notering på Oslo Børs. Vedtaket ble vedtatt med 83,5 % av de avgitte stemmene. 16,5 % stemte mot.

Totalt 8 909 627 aksjer, som utgjør ca. 98,9 % av det totale antallet aksjer, var representert på generalforsamlingen.

Fire aksjonærer, som til sammen representerte 7 436 398 aksjer (ca. 83,5 % av aksjene representert på generalforsamlingen), stemte for å søke om strykning (tallene i parentes er innehav av aksjer av det totale antallet aksjer i selskapet):

- Siem Industries Inc., eier 7 159 349 aksjer (79,49 %)
- Siem Investments Inc., eier av 250 149 aksjer (2,78 %)
- Terje Aschim, eier av 22 500 aksjer (0,25 %)
- Kenneth Ross, eier av 4 500 aksjer (0,05 %)

Siem Investments aksjer er senere overført til Siem Industries, og Siem Industries og Siem Investments regnes samlet.

Tolv aksjonærer, som til sammen representerte 1 473 129 aksjer (ca. 16,5 % av aksjene representert på generalforsamlingen), stemte mot å søke om strykning:

- Caiano Ship AS, eier av 876 499 aksjer (9,73 %)
- James Marnix Van Overklift, eier av 222 325 aksjer (2,47 %)
- Caiano Eiendom AS, eier av 171 696 aksjer (1,91 %)
- Belleza Capital Group SA, eier av 131 700 aksjer (1,46 %)
- Smedasundet III AS, eier av 50 846 aksjer (0,56 %)
- Ireneusz Kuligowski, eier av 5 000 aksjer (0,06 %)
- Charrua IV AS, eier av 5 055 aksjer (0,06 %)
- Knut Ulrik Jørgensen, eier av 4 398 aksjer (0,05 %)
- Jens Erik Kirkefjord AS, eier av 710 aksjer (0,01 %)
- Caiano Shipping III AS, eier av 200 aksjer (0,00 %)
- Dag Georg Johannessen, eier av 3 800 aksjer (0,04 %)
- Henrik Vold, eier av 900 aksjer (0,01 %)

Søknad om strykning ble sendt 24. august 2016. Selskapet anførte to hovedbegrunnelser for strykning. Selskapet viste til at

- det ikke lenger tilfredsstiller kravene til spredning av aksjer for å kunne være notert på Oslo Børs.
- nåværende aksjonærstruktur, sett i sammenheng med lav likviditet i aksjene, medfører at Selskapet ikke lenger er egnet til å være notert på Oslo Børs.

I søknaden utdypet Selskapet begrunnelsen:

- Selskapet tilfredsstiller ikke kravene til spredning, jf. Oslo Børs' opptaksregler punkt 2.4.1:
 - Siem Industries Inc. kontrollerer ca. 82,27 % av aksjene. Kristian Eidesvik kontrollerer ca. 12,20 % av aksjene gjennom selskapene Caiano Eiendom AS, Caiano Ship AS, Smedasundet III AS og Caiano Shipping III AS. Det er dermed 5,53 % av aksjene som er i fri flyt.
 - Per 17. august 2016 hadde Selskapet 94 aksjonærer, hvorav 41 aksjonærer hadde aksjer verdt minst NOK 10 000.
- Selskapets aksjonærstruktur er låst med ekstremt lav likviditet:

- Siden 1. januar 2016 har det vært handel i aksjen 71 av 161 dager, for totalt 11 479 aksjer (ca. 0,13 % av det totale antallet aksjer).
- Selskapet ser ikke for seg noen oppkjøpstilbud eller andre initiativer som vil øke aksjens likviditet.
- Selskapet har gjennomført to runder med tilbud om tilbakekjøp for å motvirke den låste aksjonærstrukturen. I begge runder ble tilbudsperioden utvidet, og aksjene som ble tilbakekjøpt ble slettet.
 - Den første runden ble lansert 16. desember 2014 og varte til 30. januar 2015. Tilbudet var oppad begrenset til USD 5 millioner totalt. I denne runden ble det kjøpt 529 074 aksjer til NOK 60 per aksje.
 - Den andre runden ble lansert 1. februar 2016 og varte til 7. mars 2016. Tilbudet gjaldt maksimalt 1 708 907 aksjer, noe som tilsvarte alle aksjene eid av minoritetsaksjonærer på det tidspunktet. Siem Industries Inc. varslet at de ikke ville selge aksjer. Det ble kjøpt 112 053 aksjer til NOK 60 per aksje.
- Selskapet mener dette ga minoritetsaksjonærene en rimelig mulighet til å selge seg ut av selskapet i forbindelse med strykning.
- Selskapet er ikke kjent med at noen av aksjonærene er avskåret, enten rettslig eller ved investeringsstrategier, fra å eie unoterte aksjer.
- Fire av aksjonærene som stemte mot å søke om strykning, er tilknyttet én person, Kristian Eidesvik. Tilknytningen er basert på Kristian Eidesviks kontroll over Caiano AS, med 50,51 % aksjeinnehav i sistnevnte selskap. Caiano AS er eneaksjonær i Caiano Eiendom AS, som igjen er eneaksjonær i Caiano Ship AS og Caiano Shipping III AS. I tillegg er Eidesvik gift med Berit Ingebjørg Eidesvik, som er kontrollerende eier i Smedasundet III AS.
- Kristian Eidesvik var del av styret som 22. januar 2016 enstemmig anbefalte et forslag om å søke Oslo Børs om strykning.
- Ser man bort fra Kristian Eidesvik, var det dermed syv minoritetsaksjonærer som stemte mot å søke om strykning fra Oslo Børs.
- Selskapet anførte videre at Caiano Ship AS, James Marnix Van Overklift, Caiano Eiendom AS, Belleza Capital Group SA, Smedasundet III AS og Caiano Shipping AS skal anses som profesjonelle investorer.

Klagerne henvendte seg til Oslo Børs i forbindelse med søknaden. Henrik Vold sendte en e-post 13. september 2016, der det ble fremholdt at strykning ville vanskeliggjøre avhending av aksjene, særlig som følge av at selskapet er registrert på Cayman Islands og at minoritetsaksjonærene ikke er gitt en reell mulighet til salg av aksjer fordi tilbudene som ble fremsatt var for lave, sett opp mot selskapets verdier. Dag Georg Johannesen fremførte i e-post 16. september 2016 de samme argumentene. Advokatfirmaet Schjødt henvende seg til Oslo Børs på vegne av de øvrige minoritetsaksjonærene som senere påklaget vedtaket. Det ble anført at minoritetsaksjonærenes interesse i fortsatt notering klart oversteg Selskapets interesse i strykning. Begrunnelsen inneholdt flere punkter:

- Selskapet har ikke håndtert sine forpliktelser som børsnotert selskap på en lojal måte overfor minoritetsaksjonærene.
- Minoritetsaksjonærene har investert med forventning om notering.
- Aksjene vil bli illikvide ved eventuell strykning.
- Selskapet har ikke redegjort for konsekvensene strykning vil medføre for minoritetsaksjonærene.
- Minoritetsaksjonærene sikres ikke styrerepresentasjon.
- Selskapets kjøp av Auto Marine Transport Inc. ble tvunget gjennom av majoritetsaksjonæren, og minoritetsaksjonærene har ikke fått sine spørsmål om transaksjonen besvart.
- Selskapslovgivningen på Cayman Islands gir begrenset vern til minoritetsaksjonærer, bl.a. med krav om 1/5 støtte blant aksjonærene for å kreve granskning.

- Selskapets tilbakekjøpstilbud ga ikke tilstrekkelige «exit»-muligheter for minoritetsaksjonærene. Siste tilbud ble gjort til gjeldende aksjekurs. Kursen var basert på svært lave omsetningsvolumer, Selskapet hentet ikke inn en verdivurdering fra uavhengig tredjepart, og bokført egenkapital var vesentlig høyere enn aksjekursen tilsa.

Wiersholm innga 3. oktober 2016 bemerkninger på vegne av Selskapet til minoritetsaksjonærenes brev. Her ble det bl.a. hevdet at Kristian Siem, muntlig overfor Kristian Eidesvik og James Marnix Van Overklift, har tilbudt minoritetsaksjonærene en aksjonæravtale for å ivareta deres interesser.

Schjødt tilbakeviste på vegne av minoritetsaksjonærene 6. oktober 2016 påstanden om at det var mottatt tilbud om aksjonæravtale.

Oslo Børs vedtok 14. oktober 2016 at Selskapets aksjer skal strykes fra notering ved Oslo Børs.

3.2 Oppsummering av hendelsesforløpet

- ❖ 9. desember 2014: Selskapets styre offentliggjør at Selskapet skal fremsette et frivillig tilbakekjøpstilbud for maksimalt USD 5 millioner til NOK 60 per aksje.
- ❖ 22. januar 2016: Selskapet offentliggjør at et enstemmig styre har anbefalt et forslag om å stryke Selskapet fra notering på Oslo Børs. Forslaget skal stemmes over på generalforsamling. Videre offentliggjøres informasjon om at styret har vedtatt å fremsette et frivillig tilbakekjøpstilbud for maksimalt 1 708 907 aksjer til NOK 60 per aksje. Siem Industries Inc., eier av 7 409 498 aksjer vil ikke tilby sine aksjer.
- ❖ 1. februar 2016: Selskapet fremsetter tilbakekjøpstilbudet.
- ❖ 1. og 17. mars 2016: Selskapet offentliggjør at 112 053 aksjer er tilbakekjøpt og vil slettes med effekt fra 31. mars 2016. Totalt antall aksjer i selskapet etter sletting vil være 9 006 352.
- ❖ 11. mars 2016: Selskapet offentliggjør at Kristian Eidesvik har fratrådt Selskapets styre.
- ❖ 6. mai 2016: Ordinær generalforsamling i Selskapet. Spørsmålet om strykning av Selskapet fra Oslo Børs behandles av generalforsamlingen. Det vedtas med 83,5 % mot 16,5 % av de avgitte stemmene at styret gis fullmakt til å søke om strykning fra Oslo Børs. Carsten Plougmann Andersen velges som nytt styremedlem. Kristian Siem gjenvelges som styremedlem.
- ❖ 26. mai og 20. juni 2016: Minoritetsaksjonærer som representerer 16,3 % av aksjene i Selskapet foreslår James Marnix Van Overklift som nytt styremedlem. Forslaget nedstemmes på ekstraordinær generalforsamling med 83,5 % mot 16,5 % av stemmene.

4 Rettslig grunnlag

Børsloven § 25 første ledd lyder som følger:

(1) Regulert marked kan suspendere eller stryke et finansielt instrument hvis det ikke lenger tilfredsstiller det regulerte markedets vilkår eller regler eller særlige grunner for øvrig tilsier det. Regulert marked kan likevel ikke suspendere eller stryke et finansielt instrument hvis dette kan ventes å medføre vesentlig ulempe for eierne av instrumentet eller markedets oppgaver og funksjon.

Oslo Børs' løpende forpliktelser punkt 15.1 fjerde ledd lyder som følger:

(4) Selskapet kan søke børsen om at dets aksjer blir strøket fra kursnoteringen hvis generalforsamlingen har besluttet dette med flertall som for vedtektsendringer. Børsen treffer vedtak om eventuell strykning. Oslo Børs kan i særlige tilfeller gjøre unntak fra første punktum.

5 Børsens vedtak

Oslo Børs styre fattet 14. oktober 2016 vedtak som referert under punkt 1.

5.1 Rettslig utgangspunkt

Oslo Børs redegjorde slik for det rettslige utgangspunktet for vedtaket:

Børsen har gjennom sin praksis gitt uttrykk for hvilke hensyn som er relevante ved vurderingen av om en søknad om strykning skal tas til følge. Som utgangspunkt skal det foretas en skjønnsmessig avveining av selskapets interesse – representert ved flertallets interesse i strykning – mot minoritetsaksjeeierne interesse i fortsatt notering. Børsens praksis har vært streng i den forstand at hensynet til minoritetsaksjeeierne og de ulemper en strykning vil medføre for disse tradisjonelt har blitt tillagt relativt mye vekt. Også hensynet til markedets integritet og tillit, har blitt tillagt vekt i vurderingen av om en søknad om strykning skal etterkommes. I den sammenheng har manglende oppfyllelse av noteringsvilkår blitt ansett som ett av flere relevante momenter i totalvurderingen når søknad om strykning vurderes.

5.2 Vurdering

5.2.1 Selskapets interesse

Børsen viser til at Selskapets søknad har grunnlag i vedtak på generalforsamlingen, der 83,5 % stemte for, mens 16,5 % stemte mot. Av Selskapets totalt 94 aksjeeiere var det 16 som møtte på generalforsamlingen. Disse representerte 98,9 % av total aksjekapital. Fire aksjonærer stemte for, mens tolv stemte mot. Børsen gjennomgår i vedtaket enkelte tidligere avgjørelser der selskap har søkt om strykning etter generalforsamlingsvedtak – Kristiansand Dyrepark ASA [Vedtak og uttalelser 2004 s. 63], Norman ASA [Vedtak og uttalelser 2009 s. 46] og Fosen ASA [Vedtak og uttalelser 2008 s. 26]. Børsen viser til at stemmetallene i disse fordelte seg slik:

- Kristiansand Dyrepark ASA: 85,3 % for (ti aksjeeiere), 14,7 % mot (ti aksjeeiere) – 95,6 % av aksjekapitalen representert på generalforsamlingen.
- Norman ASA: 87,04 % for (to aksjeeiere), 12,96 % mot (15 aksjeeiere) – 97,4 % av aksjekapitalen representert på generalforsamlingen.
- Fosen ASA: 87,57 % for (tolv aksjeeiere), 12,43 % mot (fem aksjeeiere) – 90,81 % av aksjekapitalen representert på generalforsamlingen.

Børsen kommenterer praksisen slik:

I saken vedrørende Kristiansand Dyrepark ASA ble strykning innvilget med sammenliknbar stemmegivning på generalforsamling, men i den saken var det et større antall aksjeeiere som stemte for strykning enn i foreliggende sak. I saken vedrørende Norman ASA ble strykning innvilget med noe høyere prosentvis stemmeandel for strykning på generalforsamling enn i både Kristiansand Dyrepark-saken og i foreliggende sak, men hvor antall aksjeeiere som stemte for og imot strykning var sammenliknbart med den foreliggende saken.

I Norman-saken, hvor to aksjeeiere stemte for og 15 stemte mot, fremkommer følgende i Børsens strykningsvedtak: «Målt i antall aksjonærer var det dermed overvekt av aksjonærer

som stemte mot strykning. Antallet som stemte imot er likevel lavt i absolutte tall og lavt i forhold til antall aksjonærer i selskapet.» Norman-saken er sammenliknbar i den forstand at absolutt antall aksjeeiere som stemte mot strykning er noe høyere enn i den foreliggende saken, selv om det prosentvis antallet aksjeeiere som stemte mot er noe lavere.

Børsen antar at halvparten av de 12 aksjonærene som stemte mot strykning, vil være å regne som profesjonelle aktører. Videre legger Børsen til grunn at profesjonelle aktører vil være bedre i stand til å ivareta sine interesser også etter strykning. Børsen viser til at det i tidligere strykningssaker er lagt noe vekt på hvilken type aksjonærer som stemmer mot strykning, samtidig som det vises til uttalelser fra Børsklagenemnda i sak 1/2015 (EVRY) om at det ikke kan sees helt bort fra profesjonelle investorers interesser.

Børsen konstaterer at Selskapet ikke oppfyller kravene til spredning og antall aksjeeiere i børsens opptaksregler. Selskapets markedsverdi er ca. NOK 800 millioner, og overstiger dermed minstekravet på NOK 300 millioner. Selskapet har ikke opplyst å være i brudd med andre regler, og Børsen påpeker at det ikke er unormalt at selskaper notert på Oslo Børs eller Oslo Axess etter notering har endringer i eierstruktur som medfører at opptakskravene ikke lenger er oppfylt.

5.2.2 Minoritetsaksjonærenes interesse

Børsen antar, som beskrevet over, at halvparten av minoritetsaksjonærene som stemte mot strykning, er å regne som profesjonelle aktører.

Børsen legger til grunn at det ikke er iverksatt spesielle tiltak for å ivareta minoritetsaksjonærenes interesser ved og etter eventuell strykning.

Børsen viser til at Selskapet har låst eierstruktur og svært lav likviditet i aksjen. Det vises til at det mellom 1. januar 2016 og 24. august 2016 ble omsatt 11 479 aksjer av totalt 9 006 352 aksjer. Børsen antar at likviditeten vil holde seg lav fremover. Her vises det til at maksimalt 5,53 % av aksjene er i fri flyt, fordi Siem Industries eier ca. 82,27 % av aksjene og Kristian Eidesvik til sammen kontrollerer ca. 12,20 % av aksjene. Børsen legger til grunn at strykning vil kunne være en ulempe for aksjonærene ved at likviditeten reduseres ytterligere. Samtidig viser Børsen til at likviditeten allerede er svært lav. Under henvisning til uttalelser fra Børsklagenemnden i EVRY-saken, legger børsen til grunn at den allerede lave likviditeten begrenser vekten av dette hensynet.

Børsen har ikke fått opplysninger om at noen av minoritetsaksjonærene er underlagt lovpålagte eller interne regler som forhindrer innehav av unoterte aksjer.

Børsen gjennomgår de to tilbakekjøpstilbudene, i henholdsvis årsskiftet 2014/2015 og januar 2016. Det ene tilbudet ble lansert lenge før strykningsalternativet ble offentliggjort i januar 2016. Det andre tilbudet inneholdt en tilbudspris på NOK 60 per aksje, som omtrent tilsvarte daværende markedskurs. Fordi kun 6,5 % av minoritetsaksjonærene aksepterte tilbudet, legger børsen begrenset vekt på dette.

5.2.3 Børsens oppsummering

Børsen uttaler i sin oppsummering at stemmetallene i den foreliggende saken viser at flertallets størrelse isolert sett er relativt lavt sett opp mot tidligere praksis. Samtidig pekes det på en betydelig representasjon av profesjonelle aktører blant minoritetsaksjonærene som stemte mot strykning. Videre vises det til at det var svært lite aktivitet fra øvrige minoritetsaksjonærer mot strykning.

Børsen har videre lagt vekt på den svært lave likviditeten i aksjene, som må sees i sammenheng med det lave antallet aksjonærer og den svært begrensede spredningen av aksjene. Tilbakekjøpstilbudene er ikke tillagt vekt av betydning.

6 Klagernes anførsler

6.1 Innledning

I klagen datert 1. november 2016 anmoder klagerne om at børsens vedtak om strykning oppheves/omgjøres, slik at noteringen av Selskapet videreføres. Klagerne tar forbehold om å kreve at det subsidiært settes betingelser som ivaretar hensynet til minoritetsaksjonærene.

Klagernes anførsler oppsummeres slik: «Etter en samlet vurdering av de faktiske forhold og særlig hensynet til og motstanden fra minoritetsaksjonærene samt børsens praksis i sammenlignbare saker, skulle søknaden om strykning fra Siem Shipping vært avslått.»

Etter klagernes oppfatning er vedtaket på de avgjørende punktene basert på feilaktig eller misvisende grunnlag, og kan derfor etter deres skjønn ikke opprettholdes.

6.2 Rettslig utgangspunkt

Klagerne anfører at Oslo Børs har utformet en relativt konsistent praksis for håndtering av strykningssøknader, der selskapets ønske om strykning og, eventuelt, manglende oppfyllelse av opptaksvilkår veies mot minoritetsaksjonærenes interesse i fortsatt notering. Klagerne viser til *Bergo*, Børs og verdipapirrett 4. utgave (2014), s. 142-143 som oppsummerer praksis slik:

Børsens praksis har vært at man som et utgangspunkt ikke aksepterer en slik anmodning dersom det fortsatt er minoritetsaksjonærer (hvilket vil bety at en oppkjøper må erverve 90 % for å kunne utløse de resterende aksjonærene og ta et selskap av børs). Det er en viss mulighet for unntak i tilfeller der en aksjonær har fremmet et oppkjøpstilbud, men ikke oppnådd fullt eierskap. Børsen har i praksis godtatt strykning der eierskapet var 85 %, men da var antallet minoritetsaksjonærer svært begrenset. Det er grunner som taler for en nokså streng praksis. Selv om likviditeten i aksjen kan være tørket inn og ingen seriøs investor vil finne på å investere i selskapet, har fortsatt børsnotering iallfall den funksjon at selskapet har visse plikter med hensyn til informasjon. Men det er mulig at børsen i større grad burde ta hensyn til likviditeten i aksjen.

6.3 Selskapets ønske om å bli strøket

Klagerne anfører at Selskapet ikke har påberopt vektige argumenter for strykning. Søknaden er ikke begrunnet med annet enn manglende oppfyllelse av kravene til spredning for opptak til notering, samt at nåværende aksjonærstruktur og lav likviditet i aksjene gjør at Selskapet ikke lenger er egnet for notering ved Oslo Børs.

Klagerne anfører at Selskapet har stor allmenn interesse, høy markedsverdi og er egnet for fortsatt notering på Oslo Børs. Videre gjøres gjeldende at det ikke er skjedd noen vesentlig endring i Selskapet som skulle tilsi et ønske om strykning. Klagerne fremholder at det på denne bakgrunn må kreves at søknaden om strykning underbygges med relativt sterk og entydig støtte fra selskapets aksjonærer. Klagerne viser til stemmetallene på generalforsamlingen, og trekker frem at i antall fremmøtte aksjonærer var det fire som stemte for strykning, og tolv som stemte mot strykning. Klagerne hevder at samtlige tilstedeværende minoritetsaksjonærer uten tilknytning til

hovedaksjonæren stemte mot. Det vises også til at det store flertallet av minoritetsaksjonærene er uavhengige av Caiano.

6.4 Manglende oppfyllelse av opptaksvilkår

Klagerne fremhever at Selskapet ikke er i brudd med andre opptaksvilkår for notering enn vilkårene om spredning og antall aksjonærer. Klagerne anfører at det er en lang rekke selskaper som er i brudd med de nevnte vilkårene, og at dette i seg selv må ha begrenset vekt ved strykingsvurderingen.

6.4.1 Særlig om likviditeten i aksjen

Klagerne fremhever at regelmessig omsetning ikke har vært et selvstendig vilkår for opptak til notering. Klagerne redegjør for Børsklagenemndas sak 3/2009 (Namsos Trafikkselskap). Klagerne går videre inn på de sakene Børsen har vist til i vedtaket, særlig Norman-saken.

Klagerne viser til at det i søknaden om strykning er opplyst at det har vært omsetning i 71 av 161 handelsdager, noe klagerne karakteriserer som «vesentlig bedre enn i Kristiansand Dyrepark og Fosen, og også markert bedre enn i Norman».

Klagerne oppsummerer med å anføre at liten likviditet var et argument som ikke ble tillagt stor vekt i favør strykning i vedtakene ovenfor, og at det da heller ikke kan være det i herværende sak, der likviditeten er noe høyere.

6.4.2 Særlig om spredningen av aksjene

Klagerne anfører at heller ikke spredningen av aksjene er spesielt lav. Børsen la til grunn fri flyt på 5,53 %. Tilsvarende tall finnes ikke de tidligere strykningssakene nevnt i klagen, men klagerne anslår at den frie flyten har variert mellom 3 % til 10 %, uten at det har vært vektlagt i strykingsvurderingen.

Klagerne anfører at en mer relevant måleparameter er den verdimessige spredningen av aksjene. Gitt markedsverdi på NOK 800 millioner og hovedaksjonærs innehav av 82,27 % av aksjene, er det «fri flyt ex. hovedaksjonær» i verdier tilsvarende ca. NOK 141 millioner. Ser man bort fra aksjene eid av selskapets største minoritetsaksjonær gjennom Caiano Ship AS, Caiano Eiendom AS og Caiano Shipping III AS, er det aksjer tilsvarende ca. NOK 49 millioner i fri flyt.

Klagerne sammenligner disse tallene med den verdimessige spredningen av aksjene i strykningssakene om Kristiansand Dyrepark, Norman, Jøtul (Vedtak og uttalelser 2002 s. 13), 24Seven Technology I (Vedtak og uttalelser 2013 s. 56) og Fosen. Klagerne anfører på denne bakgrunn at spredningen av aksjene taler klart mot strykning.

6.5 Hensynet til minoritetsaksjonærene

Klagerne anfører at hensynet til minoritetsaksjonærene taler tungt mot strykning.

6.5.1 Sterkt og bredt engasjement mot strykning

Klagerne viser til at fremmøteandelen på generalforsamlingen var svært høy, 98,9 %. Videre anføres det at antallet aksjonærer som stemte mot strykning var høyt både i prosent (16,5 %) og absolutte tall (tolv).

Klagerne sammenligner prosentandelen med Kristiansand Dyrepark (14,7 %), Fosen (12,96 %) og Norman (12,43 %), og konstaterer at det var en større andel minoritetsaksjonærer som stemte mot strykning i foreliggende sak. Videre sammenlignes antallet aksjonærer i de nevnte sakene: I Kristiansand Dyrepark var stemmetallet 10-10, i Fosen 13-5 og i Norman 2-15. Klagerne viser til at tilsvarende stemmetall i herværende sak var 4-12. Klagerne karakteriserer det som er «overveldende flertall av de tilstedeværende som stemte mot strykning», til forskjell fra Kristiansand Dyrepark og Fosen, og noenlunde likt med Norman. Klagerne oppsummerer med å uttrykke at «[m]ed så stor motstand som det samlet sett var mot strykning på generalforsamlingen i Siem Shipping, har strykning i alle tidligere tilfeller blitt nektet.» Klagerne har videre beregnet den prosentmessige andelen aksjer, holdt opp mot totalt antall aksjer, som stemte mot strykning, og den prosentmessige andelen av aksjonærer, holdt opp mot totalt antall aksjonærer, som stemte mot strykning. Klagerne konkluderer med at i begge henseende er prosentandelen høyere enn i tilfellene der børsen har innvilget søknader om strykning.

Klagerne viser også til at minoritetsaksjonærer henvendte seg direkte til Oslo Børs i forkant av børsens vedtak. Klagerne hevder også at enkelte av minoritetsaksjonærene gjennom representant var tilstede på generalforsamlingen. Representanten ble nektet å lese opp kommentarer til punktene på agendaen, herunder strykningsspørsmålet, og klagerne hevder dette synliggjør engasjementet som har vært utvist fra minoritetsaksjonærenes side.

6.5.2 Ingen forutgående vesentlig endring i selskapet

Klagerne viser til at Oslo Børs i de seneste år har trukket et skille i den skjønnsmessige interesseavveiningen mellom saker der selskapet har gjennomgått vesentlige endringer, og saker der det ikke er skjedd noen slik endring eller foreligger særlige omstendigheter. Klagerne anfører at det skal mer til for å innvilge strykningssøknader i sistnevnte tilfeller.

Klagerne redegjør for Oslo Børs' vedtak om 24Seven Technology I (Vedtak og uttalelser 2013 s. 56), og viser til at børsen der la vekt på om selskapet ikke har gjennomgått endringer som resulterer i brudd på noteringsvilkår eller tilsvarende særlige omstendigheter, fordi en strykning her vil være mindre påregnelig for aksjonærer som har investert i selskapet.

Klagerne viser videre til at det i sakene om Kristiansand Dyrepark, Fosen og Norman forut for strykningssøknaden var fremsatt oppkjøpstilbud til solide premier over børskurs som ble akseptert av en betydelig andel av selskapenes aksjonærer, eller vedtatt fusjon med kvalifisert flertall på generalforsamlingen. Klagerne anfører at noe tilsvarende ikke er skjedd i Selskapet, men at det i stedet er fremsatt to tilbakekjøpstilbud uten premie sammenlignet med børskurs, og til en pris langt under underliggende verdier. Klagerne har vedlagt en verdivurdering utarbeidet av Pareto Securities på oppdrag fra minoritetsaksjonærene datert 10. mai 2015 [skal antakeligvis være 2016], som vurderer egenkapitalen til å tilsvare ca. NOK 100-110 per aksje.

Klagerne anfører at Oslo Børs i vedtaket ikke har basert seg på ovennevnte skille, og videre har tatt utgangspunkt i saker som er mindre sammenlignbare.

Klagerne viser til at det i 24Seven Technology I-saken også ble nevnt «fastlåst eierkonstellasjon» som et moment som tilsier lavere terskel for strykning. Klagerne anfører så at det ikke er en «utpreget fastlåst eierkonstellasjon» i Selskapet. Klagerne sammenligner hovedaksjonærs aksjeinnehav i Selskapet med strykningssaker der strykning ble nektet. I herværende sak innehar hovedaksjonær ca. 82 % av aksjene, mens i Kosmos-, Jøtul- og Namsos Trafikkselskap-sakene eide hovedaksjonær henholdsvis 84,4 %, 66,7 % og 84,95 % av aksjene. Klagerne anfører på denne bakgrunn at terskelen for når «låst eierstruktur» skal utgjøre grunnlag for strykning, er at andelen aksjer i fri flyt må være svært liten, eventuelt at eierkonstellasjon må kombineres med andre momenter børsen nevner.

Klagerne anser herværende sak å skille seg vesentlig fra sakene om Kristiansand Dyrepark, Fosen og Norman, og i stedet høre hjemme med sakene om Kosmos, Jøtul, Namsos Trafikkselskap og 24Seven Technology I.

6.5.3 Ikke profesjonelle, institusjonelle minoritetsaksjonærer

Klagerne anfører videre at børsen feilaktig har lagt til grunn at det er en betydelig representasjon av profesjonelle aktører blant minoritetsaksjonærene som stemte mot strykning. Klagerne viser til at børsen ikke har presisert i vedtaket hva som ligger i at seks av tolv minoritetsaksjonærer er å anse som profesjonelle. Klagerne anfører at minoritetsaksjonærene består av privatpersoner og investeringsselskaper eid av privatpersoner, og at verken Caiano Eiendom AS, Caiano Shipping III AS, Caiano Ship AS, Smedasundet III AS, Charrua IV AS eller Belleza Capital Group SA har en ansatt ledelse som arbeider med forvaltning av foretakets investeringer. Øvrige minoritetsaksjonærer er fysiske personer.

Klagerne anfører at dette skiller seg fra selskaper som er ansett som store institusjonelle og svært profesjonelle aktører i tidligere saker, og nevner eksempler som MP Pensjon og Skagen Fondene (Kristiansand Dyrepark), Fjord1 Vestlandske (Fosen) og Polygon Global Partners (EVRY). Klagerne påpeker at institusjonelle investorer vil ha kunnskap, kapasitet og ressurser til å gjøre sine rettigheter gjeldende overfor selskaper også etter strykning, mens dette fremstår mindre nærliggende for alminnelige investeringsselskaper.

6.5.4 Manglende vurdering av hensynet til minoritetsaksjonærene

Klagerne påpeker at børsloven § 25 første ledd uttrykkelig bestemmer at strykning ikke kan skje der det kan ventes å medføre vesentlig ulempe for eierne av instrumentet eller markedets oppgaver og funksjon. Klagerne anfører at dette er et kriterium som Oslo Børs må vurdere særskilt før en strykningssøknad kan innvilges.

Klagerne anfører at selskapet og dets majoritetsaksjonærer har vist liten eller ingen vilje til å ivareta minoritetsaksjonærenes interesser, f.eks. gjennom å sikre balansert styresammensetning, besvare spørsmål mv. Klagerne gjentar at det heller ikke er inngått eller fremsatt tilbud om aksjonæravtale. Klagerne anfører videre at selskapet har opptrådt illojalt ved å ikke iverksette nødvendige tiltak for å gjøre selskapet mer egnet for børsnotering. Det vises til kursen i tilbakekjøpstilbudene, manglende utbytteutdeling og nedprioritert IR-arbeid. Klagerne anfører at den samlede effekten er blitt lavere antall aksjonærer og svekket likviditet.

Etter klagerne oppfatning er det avgjørende at Oslo Børs i en slik situasjon forvalter sin rolle som beskytter av minoritetsaksjonærenes interesser, ved å avslå strykningssøknaden, og dermed gi Selskapet et insentiv til å ta grep for å styrke selskapets egnethet for notering.

Klagerne hevder at Selskapets hjemhørighet til Cayman Islands medfører mindre minoritetsbeskyttelse enn det man normalt vil kunne forvente av de fleste selskaper notert på Oslo Børs. Klagerne anfører at dette gjør at hensynet til minoritetsaksjonærene som har motsatt seg strykning skal veie særlig tungt.

Videre viser klagerne til at minoritetsaksjonærene i selskapet har kjøpt aksjer i tillit til at selskapet var og skulle forbli børsnotert, og at det ikke har inntrådt noen begivenheter eller skjedd endringer som skulle tilsi en endring i dette.

Klagerne anfører at overvåkingen fra Oslo Børs, Finanstilsynet og andre myndighetsorganer overfor børsnoterte selskap, er særlig viktig for et selskap med en jurisdiksjon og eiersammensetning som den foreliggende.

Etter klagerens syn ville sakens utfall blitt annerledes om børsen hadde tatt utgangspunkt i retningslinjer børsen har oppstilt i tidligere saker, og videre foretatt en slik særskilt vurdering av hensynet til minoritetsaksjonærene som beskrevet ovenfor.

6.6 Utsatt iverksettelse

Klagerne anmodet i klagen om utsatt iverksettelse av vedtaket. Selskapet motsatte seg ikke dette, og børsen besluttet i klageomgangen å utsette iverksettelse av vedtaket til 15. februar 2017, slik at siste noteringsdag blir 14. februar 2017. Anførlene refereres derfor ikke nærmere her.

7 Selskapets merknader

Selskapet innga merknader til klagen i brev av 16. november 2016. Etter Selskapets oppfatning er det sterke grunner til at vedtaket om strykning bør opprettholdes.

7.1 Rettslig utgangspunkt

Selskapet anfører at det rettslige utgangspunktet for strykningsvurderingen er at det skal foretas en helhetsvurdering der manglende oppfyllelse av opptaksvilkår, selskapets interesse i strykning og minoritetsaksjonærenes interesse i fortsatt notering må veies mot hverandre, og at strykning ikke kan skje der det kan ventes å medføre vesentlig ulempe for aksjonærene eller markedets oppgaver og funksjon.

7.2 Børsens praksis i strykningssaker

Selskapet anfører at henvisningene klagerne har gjort til praksis fra Oslo Børs og Børsklagenemnden, viser at det «generelt er høye terskler for å få strykningssaker innvilget», men at praksis illustrerer tydeligere at børsen har utøvd et «betydelig og konkret skjønn» i saker der generalforsamlingsvedtak om strykning har fått støtte fra mer enn 80 % av aksjonærene. Selskapet hevder derfor at det gir liten merverdi å telle prosentsatser eller trekke klare grenser ut fra enkeltmomenter.

7.3 Manglende oppfyllelse av opptaksvilkår

Selskapet påpeker at opptaksvilkårene ikke er symmetriske med vilkårene for strykning, men at opptaksvilkårene reflekterer «helt grunnleggende hensyn» som teller med i vurderingen av om et selskap er egnet for børsnotering. Selskapet viser herunder til at dette er fremhevet i loven som et sentralt hensyn.

7.3.1 Antall aksjeeiere

I Selskapet er det 41 aksjonærer med innehav av aksjer verdt mer enn NOK 10 000, altså under 10 % av spredningskravet. Totalt antall aksjonærer er 95, og av disse var det 12 som stemte mot strykning. Selskapet anfører at ikke i noen annen sak har antallet aksjeeiere som aksjene har vært fordelt på, vært så lavt. Selskapet viser så til at den lave spredningen nødvendigvis vil lede til lite handel (manglende likviditet). Dessuten bygger børsnotering på en forutsetning om allmenn interesse i selskapet, noe som ikke lenger gjør seg gjeldende.

7.3.2 Manglende likviditet i aksjen

Selskapet mener det ikke er helt treffende når klagerne hevder at det er lagt liten vekt på manglende likviditet i tidligere strykningssaker, og viser til børsstyrets uttalelser i Linde Group ASA-saken (Vedtak og uttalelser 2004 s. 54, på s. 60).

Selskapet hevder videre at Norman-saken ble avgjort med grunnlag i andre hensyn enn likviditet, slik at dette ikke kom på spissen. Selskapet viser videre til at EVRY-saken «klart betoner likviditetshensynet». Selskapet anfører derfor at det ikke kan være noen tvil om at børsstyret «er i sin fulle rett til å legge vekt på likviditetshensynet i sine konkrete vurderinger, og eventuelt også mer generelt å oppjustere vekten av dette hensynet i slike saker, i lys av de signaler man fikk i EVRY-saken».

Selskapet viser videre til at Selskapets aksjer er omsatt 76 av 218 børsdager så langt i år. Selskapet anfører at dette plasserer saken i samme kategori som saker der søknader om strykning er innvilget. Omsetningshastigheten er oppgitt å være 0,15 %, noe Selskapet anfører er svært lavt sammenlignet med alle andre strøkne selskaper der tallet er oppgitt (Kristiansand Dyrepark 0,17 % sett bort fra majoritetsaksjonær, Linde Group 1,1 %, 24Seven Technology Group 4,28 %).

Selskapet viser videre til at minoritetsaksjonærene innehar ca. 16,6 % av aksjene, og dermed langt under kravet til 25 % spredning. Av disse anfører Selskapet at Kristian Eidesvik og hans nærstående kontrollerer 12,2 % av aksjene. Selskapet hevder derfor at eierkonstellasjonene er fastlåst, og at maksimalt 5,53 % av aksjene er i fri flyt. Selskapet anfører at et selskap med så begrenset fri flyt ikke er egnet til fortsatt notering, bl.a. på grunn av behovet for regelmessig omsetning for at kursen skal avspeile reelle markedsverdier. Selskapet viser til at klagerne i stedet har fremhevet den verdimessige spredningen av aksjene. Selskapet anfører at klagerne forveksler fri flyt av aksjer med verdien av aksjene som sådan. Det vises så til EVRY-saken, som illustrasjon på at høy markedsverdi ikke er en indikasjon på at et selskap fortsatt er egnet til børsnotering. I den saken ble selskapet strøket selv om minoritetsaksjonærenes aksjer var verdt ca. NOK 500 millioner.

7.3.3 Selskapets interesse i å bli strøket

Selskapet anfører at å være børsnotert medfører «betydelige krav til bruk av ressurser til rapportering og oppfølging av pliktene man har som børsnotert selskap». Selskapet ser ikke lenger fordeler av en børsnotering, og viser til at innhenting av egenkapital ikke er aktuelt, notering bidrar ikke til riktig prising av aksjene, og Selskapet har heller ingen annen interesse i børsnoteringen.

7.4 Hensynet til minoritetsaksjonærene

7.4.1 Innledning

Selskapet påpeker innledningsvis at hensynet til minoritetsaksjonærene ivaretas ved kravet om 2/3 flertall for å fremsette søknader om strykning fra børsen, og at med 83,5 % av stemmene ligger Selskapet godt over dette nivået. Selskapet viser videre til at strykning fra børs alltid vil fremstå som en ulempe for minoritetsaksjonærene som følge av bortfall av særlige plikter i forbindelse med børsnotering. Selskapet anfører derfor at det må foreligge «*særlige grunner* som gjør at minoritetsaksjonærene får en vesentlig ulempe av at aksjene strykes fra børsnotering» [selskapets kursivering].

7.4.2 Engasjement mot strykning

Selskapet kan ikke se at klagerne har dekning for å si at det ikke er blitt strøket selskaper fra børsen med så stor motstand fra minoritetsaksjonærer. Selskapet viser til at det i EVRY-saken ble gjort

motstand gjennom tre instanser, uten at det ble tillagt vekt. Når det gjelder den øvrige praksisen som klagerne refererer til, viser Selskapet til at det dreier seg om «meget små nyanser» og «helt marginale forskjeller». Selskapet anfører at sakene snarere viser at det ikke har vært et vesentlig større engasjement mot strykning av Selskapet enn i de nevnte sakene der strykning ble godkjent av børsen.

Selskapet anfører videre at mer eller mindre sterkt engasjement ikke i seg selv er relevant, men at det må kreves at minoritetsaksjonærene har beskyttelsesverdige interesser i fortsatt notering. Selskapet kan ikke se at det foreligger noen slike grunner.

Selskapet viser til at reglene som beskytter mot strykning ikke skal være et rettsmiddel for større minoritetsaksjonærer til å presse opp prisen på aksjene. Selskapets syn er at det vil være uheldig om minoritetsaksjonærer kan stanse strykning ved å «'tromme sammen' 10-12 andre aksjonærer til å kjempe mot strykning, i håp om at det vil motivere selskapet eller store aksjeeiere til å kjøpe dem ut til høyere pris enn den andre aksjonærer har fått». Selskapet viser i denne forbindelse generelt til argumentasjonen i klagen i EVRY-saken.

Selskapet viser også til at Kristian Eidesvik satt i styret i januar 2016, da styret enstemmig stemte for strykning fra Oslo Børs.

7.4.3 Forutgående vesentlig endring i Selskapet

Selskapet viser til at børsen i 24Seven Technology-saken har etablert et skille i praksis mellom strykningssaker «der det foreligger brudd på noteringsvilkår, fastlåst eierkonstellasjon [Selskapets understrekning], forutgående oppkjøpstilbud, fusjon betinget av strykning osv.», og strykningssaker der dette ikke er tilfellet. Selskapet anfører at det skal mindre til for å stryke selskap i førstnevnte tilfeller.

Selskapet anfører at det ikke er noen tvil om at Selskapet hører til i den førstnevnte kategorien som følge av sin fastlåste eiersituasjon. Selskapet imøtegår klagerne anførsel om at det ikke er noen utpreget fastlåst eierkonstellasjon i Selskapet, under henvisning til Kosmos-, Jøtul- og Namsos Trafikkselskap-sakene. Selskapet anfører at klagerne overser at disse sakene ble avgjort før 24Seven Technology-saken.

Selskapet anfører videre at klagerne argumentasjon viser at den egentlige begrunnelsen for engasjementet mot strykning er at minoritetsaksjonærene ikke har fått et tilbud om å selge aksjene til en premie over børskurs. Selskapet anfører derfor at den «vesentlige 'interesse' hos minoritetsaksjonærene for hvorfor man ikke ønsker strykning, fremstår således å være en rent økonomisk interesse». Selskapet hevder at dette «utvilsomt ikke [er] slike 'særlige grunner' eller 'vesentlig ulempe for aksjeeierne' som kan begrunne at en søknad om strykning nektes».

7.4.4 Profesjonelle minoritetsaksjonærer

Selskapet er enig med børsen i at det er en betydelig representasjon av profesjonelle investorer blant minoritetsaksjonærene. Selskapet viser til EVRY-saken, der det ble betonet at det er småaksjonærene som skal beskyttes. Selskapet mener klagerne legger en for høy terskel til grunn, og er uenig i at grensedragningen for profesjonelle investorer skal gå på om en aksjonær har «noen ansatt ledelse som arbeider med forvaltningen av foretakets investeringer». Selskapet uttaler bl.a. følgende:

Å etablere en sammenheng mellom det å ikke ha noen ansatt ledelse, og det å være beskyttet som «småaksjonær» etter strykningsreglene, vil bære helt galt av sted og åpne for

massive omgåelse [sic] fra hedgefond og andre profesjonelle aktører som spekulerer i «oppkjøpsarbitrasjemuligheter», slik EVRY-saken så tydelig illustrerte, jf. nærmere klageskrivet i den saken.

7.4.5 Beskyttelsen av minoritetsaksjonærene etter strykning

Selskapet anfører at balansert styrerepresentasjon ikke er normalen i et selskap der majoritetsaksjonæren eier 82 % av aksjene. Videre hevder Selskapet at aksjonæravtaler omtrent ikke er forekommende i børsnoterte selskaper, og heller ikke når disse selskapene tas av børs. Selskapet anfører at dette «utvilsomt ikke [kan] anses som 'ulemper' som kvalifiserer for å nekte en søknad om strykning vedtatt med 83,5 % flertall blant aksjonærene».

Når det gjelder IR-arbeidet, tilbakekjøpstilbud til lave kurser og fravær av utbyttebetalinger, påpeker Selskapet at dette er saker der aksjonærene kan ha ulike oppfatninger om hva som burde gjøres, men at det er aksjemajoriteten som bestemmer dette. Selskapet anfører at store aksjonærer ikke kan pålegges å gi medaksjonærer utkjøpstilbud med premie over børskurs, og videre at børslovens formål ikke er å beskytte minoritetsaksjonærene mot lovlige vedtak i aksjeselskaper.

Selskapet kommenterer også anførslene knyttet til Selskapets hjemhørighet på Cayman Islands. Det vises til at Selskapet har regnskapsplikt og fører sine regnskaper etter IFRS-standard. Selskapet har overfor minoritetsaksjonærene gitt uttrykk for at det vil fortsette med det, og dessuten fortsette å publisere delårsregnskap – minoritetsaksjonærenes viktigste behov for informasjon vil dermed være dekket. Selskapet påpeker at det ligger i sakens natur at strykning vil medføre at informasjonsbildet svekkes, men at dette ikke er en «vesentlig ulempe» som kan begrunne nektelse av strykningssøknaden.

Selskapet viser på samme måte til at bortfall av overvåkning av Oslo Børs, Finanstilsynet og andre myndighetsorganer, samt offentlighetens søkelys, ikke vil være «vesentlige ulemper» for minoritetsaksjonærene. Selskapet karakteriserer dette som et «rettslig 'tilleggsvern'». Selskapet imøtegår klagerne anførsler om at dette er særlig viktig for et selskap med en jurisdiksjon og eiersammensetning som den foreliggende. Selskapet konstaterer at Cayman Islands er «en mye brukt jurisdiksjon for etablering av store og små internasjonale selskaper og fond, på linje med andre internasjonale selskaper på Oslo Børs. Denne typen jurisdiksjoner er omtalt i mediabildet [sic], men diskusjonene knytter seg som kjent til helt andre forhold enn at de tilbyr dårlig aksjonærbeskyttelse».

8 Klagerne merknader

Klagerne ga i brev av 19. november 2016 merknader til Selskapets brev.

Klagerne anfører at det ikke er riktig at lav likviditet har vært et sentralt moment i favør strykning i sammenlignbare saker. Klagerne anfører at uttalelsene fra Linde Group-saken er mindre relevante, fordi børsen på eget initiativ strøk selskapet som følge av manglende overholdelse og oppfyllelse av børsreglenes krav. Selskapet i saken hadde solgt hele sin operative virksomhet og over lang tid vist sviktende vilje og evne til å etterleve kravene i børsreglene. Børsen vektla også selskapets svake likviditet, men klagerne karakteriserer dette som «et tilleggsmoment ved siden av de bærende hensynene i saken». Klagerne mener dette blir «noe ganske annet enn å legge stor vekt på likviditeten i strykningssaker initiert av selskapet, både fordi svak likviditet kan være et resultat av selskapets egen strategi for å bli strøket og fordi den manglende likviditeten gjerne blir det sentrale argumentet i saken, som skal veies mot hensynet til minoritetsaksjonærene». Klagerne anfører at dette vil kunne gi selskaper insitament til å redusere likviditeten i aksjene.

Klagerne er også uenige i at EVRY-saken «klart betoner likviditetshensynet» og gir grunnlag for å «oppjustere vekten» av dette. Klagerne er videre uenig i at det finnes et skille mellom store og små selskaper når det gjelder vekten av likviditetshensynet. Klagerne kan ikke se at praksis gir støtte for dette, og heller ikke at det finnes gode grunner for å ha større adgang til strykning i store selskaper enn små.

Klagerne er uenige i Selskapets fremstilling av likviditeten i aksjen, bl.a. fordi Selskapets tall for antall handelsdager og børsdager også inkluderer dager etter søknad om strykning ble inngitt. Klagerne anfører at det ikke er relevant å regne med dager etter søknaden ble inngitt. Klagerne sammenligner antallet med andre saker der strykning er blitt innvilget.

Klagerne er uenige i at kravet om 2/3 flertall for søknad om strykning er tilstrekkelig til å verne minoritetsaksjonærenes interesser. Klagerne viser til at det ut fra praksis fra børsen og Børsklagenemnden fremkommer at stemmetallene ved generalforsamlingen er sentrale momenter i vurderingen av både selskapets interesse i å bli strøket og hensynet til minoritetsaksjonærenes interesser.

Klagerne er uenig i at børsen har utøvet et konkret skjønn i tilfeller der generalforsamlingens vedtak er fattet med stemmetall for strykning over 80 %, fordi det ikke før nå finnes eksempler på at strykning er innvilget med lavere stemmetall enn 85 % i favør av strykning.

Klagerne har innsigelser til Selskapets fremstilling av engasjementet mot strykning. Klagerne påpeker for det første at motstanden i rettssystemet fra minoritetsaksjonæren i EVRY-saken kom flere måneder etter vedtakene i Oslo Børs og Børsklagenemnda, og dermed umulig kunne vært tillagt vekt. For det andre anfører klagerne at Oslo Børs og Børsklagenemnda i EVRY-saken la til grunn at det er motstand som materialiserer seg ved stemmegivning på generalforsamlingen som er relevant. For det tredje viser klagerne til at det var tale om en profesjonell, institusjonell aksjonær som har mindre vekt i strykningsvurderingen.

Klagerne viser til at poenget er at motstanden mot strykning var større i Selskapet enn i alle de tre nevnte sakene som er trukket frem av børsen, selv om forskjellen ikke er veldig stor, og dessuten at det i de nevnte sakene i tillegg forelå særskilte omstendigheter i form av forutgående oppkjøpstilbud som gjorde hensynene mot strykning mindre tungtveiende.

Klagerne anfører at Kosmos-saken fortsatt er relevant, fordi den vises til i praksis av nyere dato fra Oslo Børs og Børsklagenemnden.

Klagerne er uenige i at det er grunnlag for å hevde at motstand fra minoritetsaksjonærene må begrunnes i «beskyttelsesverdige interesser». Klagerne kan ikke se at det er grunnlag for å fremsette påstander om at en minoritetsaksjonær har «trommet sammen» 10-12 andre minoritetsaksjonærer, og heller ikke grunnlag for å forsøke å redusere betydningen av stemmegivningen ved generalforsamlingen ved å stille spørsmålstegn ved aksjonærenes motiver.

Klagerne mener det er lite relevant å vise til EVRY-saken –EVRY ble strøket etter oppkjøpsprosess med frivillig og pliktig tilbud som ble akseptert av ca. 88 % av aksjene i selskapet. Ingen av de små minoritetsaksjonærene stemte mot strykning, men strykning ble forsøkt obstruert av et «profesjonelt internasjonalt hedgefond».

Klagerne er uenige i at minoritetsaksjonærenes reelle interesse er å få en høyere pris for aksjene, over gjeldende børskurs. Klagerne fremhever at poenget er at det ikke har vært gitt en «exit»-mulighet som representerer selskapets underliggende verdier, og viser til Kristiansand Dyrepark-, Norman- og EVRY-sakene.

Klagerne anfører at myndighetsovervåkingen er et vesentlig element i favør av fortsatt notering i denne saken, under henvisning til at «det ikke er etablert noen beskyttelsesmekanismer for minoritetsaksjonærene i selskapet». Klagerne gjentar argumentene om styrerepresentasjon, Cayman Islands lovgivning og manglende aksjonæravtale.

Klagerne kommenterer betydningen av Kristian Eidesviks stemmegivning i Selskapets styre i januar 2016 slik: «Eidesviks stemmegivning ble imidlertid gjort på den forutsetning at selskapet fant en måte å ivareta hensynet til minoritetsaksjonærene, og da dette ikke skjedde stemte han mot strykning på generalforsamlingen.»

Klagerne er uenig i at 24Seven Technology I-saken representerer en praksisendring. Klagerne fastholder at den lempeligere strykningsnormen ved tilfeller av fastlåst eierkonstellasjon trolig skal beholdes tilfeller der eierkonstellasjonen er et resultat av f.eks. et forutgående oppkjøpstilbud eller eierkonstellasjonen er fastlåst på andre måter som klart gjør selskapet uegnet for notering.

Klagerne anfører at for å betegnes profesjonell må det etter børspraksis dreie seg om en profesjonell, institusjonell investor som har kapasitet og ressurser til å ivareta sine interesser uavhengig av om aksjen er børsnotert eller ikke. Klagerne mener det er lite relevant å referere til verdipapirhandelens definisjon av profesjonell investor, som ikke sier noe om kapasitet og ressurser til å ivareta sine interesser.

9 Børsstyrets merknader til klagen

Klagen ble ved brev 25. november 2016 oversendt Børsklagenemnden til behandling sammen med børsens merknader til klagen.

9.1 Selskapets ønske om å bli strøket

Børsen har følgende vurdering av klagernes og Selskapets anførsler om selskapets ønske om å bli strøket fra notering:

Søknaden om strykning inneholdt kortfattede opplysninger om hvorfor Selskapet ønsket seg strøket fra Oslo Børs. Strykningsvedtaket [Oslo Børs' vedtak av 14. oktober 2016] var imidlertid fattet basert på faktiske forhold omtalt i vedtaket, herunder stemmegivning på generalforsamling, sammensetning av minoritetsaksjeeierne, begrenset likviditet, lavt antall aksjeeiere og begrenset spredning av aksjene i Selskapet.

Selskapet er av den oppfatning at det å være et børsnotert selskap stiller betydelige krav til bruk av ressurser til rapportering og oppfølging av plikter som børsnotert selskap og at innhenting av kapital ikke er aktuelt, uten at dette kan vektlegges nevneverdig.

Selskapet hevder at notering av Selskapets aksjer på børs ikke bidrar til riktig prising av aksjene, mens Klager virker å være av den oppfatning at det ikke er noen negativ effekt i forhold til realisering av Selskapets underliggende verdier å være notert på børs, antakelig ut fra den tankegang om at det vil bli verre utenfor børs. Begge parter er naturlig nok interessert i høyest mulig verdi for sine aksjer i Selskapet, samtidig som begge parter virker å være enige om at de underliggende verdiene ikke gjenspeiles i aksjekursen på Oslo Børs. Oslo Børs er av den oppfatning på dette punkt, at siden aksjen har vært illikvid og etter

begge parter syn på et lavt kursnivå i forhold til underliggende verdier, vil det være usikkert om en strykning av Selskapets aksjer fra notering vil bidra til å endre noe på dette.

9.2 Manglende oppfyllelse av opptaksvilkår

9.2.1 Opptaksvilkår (antall aksjeeiere og 25 % spredning)

Oslo Børs har følgende merknader til anførselene om antall aksjeeiere og kravet til spredning:

Oslo Børs er av den oppfatning at en slik “verdimessig spredning” av aksjene ikke har noen relevans av betydning i strykningssaker. I motsatt fall ville vært blitt unødige komplisert å få strøket større selskaper, selv der et meget stort flertall av aksjeeiere ønsker strykning, siden det i slike tilfeller uansett vil være et stort antall “minoritetsaksjer” i markedet. Selskapets markedsverdi er et mål på selskapets størrelse, men sier ingenting om dets egnethet for notering i denne forbindelse.

9.2.2 Likviditeten i aksjen

Børsen har følgende merknader til anførselene om aksjens likviditet:

Klager fokuserer på at Selskapets aksjer har blitt omsatt 71 av 161 handelsdager, hvilket Klager mener er vesentlig bedre enn sammenlignbare saker (Kristiansand Dyrepark, Fosen og Norman). Som Selskapet trekker frem er imidlertid en omsetningshastighet på 0,15 % svært lavt sammenlignet andre strykningssaker. Som beskrevet i Strykningsvedtaket var det i perioden fra 1. januar 2016 til dato for søknad om strykning, 24. august 2016, kun omsatt 11 479 aksjer av totalt 9 006 352 aksjer utstedt i Selskapet. Oslo Børs legger til grunn at både antall handledager og antall aksjer omsatt er relevante forhold i vurderingen av likviditet.

I Evry-saken er likviditetshensynet blant annet knyttet opp mot beskyttelse av minoritetsaksjeeierne, der Børsklagenemnden uttaler: *"Det er riktignok fortsatt en viss likviditet i aksjen som kan ha betydning for [småaksjonærene]. Men vekten av dette begrenses noe av at omsetningen er særdeles liten i forhold til selskapets størrelse og verdi."*

9.3 Hensynet til minoritetsaksjonærene

9.3.1 Engasjement mot strykning

Oslo Børs har følgende merknader til stemmetallene på generalforsamlingen:

Oslo Børs er kjent med stemmetallene i de sakene som nevnes der strykning er blitt godtatt; Kristiansand Dyrepark, Fosen og Norman. Oslo Børs er, som nevnt i Strykningsvedtaket, klar over at i henhold til tidligere praksis anses isolert sett flertallet som har stemt for strykning på Selskapets generalforsamling som relativt lavt. I Strykningsvedtaket ble det imidlertid lagt vekt på andre momenter som medførte at strykning ble vedtatt.

9.3.2 Forutgående vesentlig endring i Selskapet

Oslo Børs har følgende merknader til betydningen av forutgående vesentlig endring i Selskapet:

Oslo Børs har i Strykningsvedtaket tatt i betraktning de to tilbakekjøpstilbudene som ble gjennomført. Tilbakekjøpstilbudene ble ikke tillagt vekt av betydning i

strykningsvurderingen. Vurderingen av å ikke tillegge tilbakekjøpstilbudene vekt av betydning anses å være i tråd med de vurderinger som ble gjort i nevnte saker vedrørende Kristiansand Dyrepark (frivillig tilbud), Norman ASA (pliktig tilbud) og Fosen ASA (fusjon).

Eierkonstellasjonen i Selskapet var også gjenstand for vurdering i Strykningsvedtaket. Børsen anså da selskapet for å ha en låst eierkonstellasjon, og er av den oppfatning at det ikke har fremkommet nye forhold som tilsier at eierkonstellasjonen i selskapet ikke var å anse fastlåst.

Basert på ovennevnte vurderinger anses det ikke at uttalelser nevnt i forbindelse med saken vedrørende 24 Seven Technology I, jf. også Kosmos, Jøtul og Namsos Trafikkselskap endrer forutsetningene for Børsens vurdering i den foreliggende saken.

9.3.3 Profesjonelle minoritetsaksjonærer

Oslo Børs har følgende merknader til spørsmålet om å anse visse minoritetsaksjonærer som profesjonelle:

I vedtaket vedrørende Kristiansand Dyrepark har Børsen uttalt at "Når det særlig gjelder MP Pensjon og Skagen Vekst, er det børsens vurdering at institusjonelle aktører som disse er i stand til å gjøre sine rettigheter som minoritetsaksjonærer gjeldende også dersom selskapet skulle bli tatt av børs."

I saken vedrørende Fosen fremkommer det i Børsens vedtak at "... Fjord 1 Vestlandske AS, som representerte det vesentligste av aksjer som stemte mot strykningen, påpeker Fosen at dette selskapet er en stor aktør og konkurrent innenfor det samme markedsområdet som Fosen/det fusjonerte selskapet. I tråd med børsstyrets uttalelser i saken vedrørende Kristiansand Dyrepark ASA, anføres videre at slike større, institusjonelle eiere må antas å kunne ivareta sine interesser også etter en strykning."

I Børsklagenemdens sak vedrørende EVERY fremkommer det i forlengelsen av vurderingen rundt institusjonelle aksjeeiere at nemdens vurdering er at (administrasjonens understrekning) "Den andelen som eies av aksjonærer som ikke kan betegnes som profesjonelle — småaksjonærene — er således meget liten ..." og at "Når det gjelder de institusjonelle aksjonærene, er situasjonen annerledes. De vil være bedre i stand til å ivareta sine interesser, også etter en strykning. Børsklagenemnden kan likevel ikke se at det bør ses helt bort fra deres interesser. De kan ha en viss vekt, men vil normalt ikke være så tungtveiende."

Børsen er innforstått med at skillet mellom hva som er å anse som "institusjonelle"/"profesjonelle" aktører ikke nødvendigvis er endelig etablert gjennom tidligere praksis. Basert på ovennevnte, og særlig avgrensningen mot "småaksjonærer" i EVERY-saken som nevnt, er det Børsens vurdering at grensen mellom "institusjonelle"/"profesjonelle" (brukes om hverandre, jf. EVERY-saken over) og andre aksjeeiere ikke kan legges på et nivå hvor førstnevnte utelukkende defineres som "institusjonelle investorer ledet av personer som driver profesjonell forvaltning av børsnoterte verdipapirer" eller "store institusjonelle og svært profesjonelle aktører med investeringer i børsnoterte selskaper som en sentral del av sin virksomhet".

9.3.4 Beskyttelse av minoritetsaksjonærer etter strykning

Børsen uttaler følgende om anførselene knyttet til beskyttelse av minoritetsaksjonærer etter strykning:

Oslo Børs har for det alt vesentlige vært forelagt informasjon om de ovennevnte forholdene i forkant av Strykningsvedtaket, og forholdene kan således anses å være en del av grunnlaget for Oslo Børs' vedtak.

Etter Børsens syn må det ved vurdering av minoritetsaksjeeierens interesser i forbindelse med strykningsspørsmålet skilles mellom forhold som Selskapet kunne eller burde gjort annerledes i forkant av vedtak om strykning fra Oslo Børs og de forhold som Selskapet forplikter å innrette seg etter i forbindelse med og etter strykning. Børsen har i Strykningsvedtaket vurdert at det ikke er iverksatt spesielle tiltak for å ivareta minoritetsaksjeeiernes interesse ved og etter en eventuell strykning. Det må forventes at aksjeeiere som har valgt å investere i selskapet har vært kjent med at selskapet er registrert på Cayman Islands og følgelig at det denne stats lovgivning vil være gjeldende for selskapet ved en eventuell strykning fra Oslo Børs. Følgelig er det i Børsens vurdering ikke vektlagt at dette selskapet har større behov for det vern en børsnotering gir enn hva tilfellet er for norske allmennaksjeselskap.

9.4 Vedtak og utsatt iverksettelse

Børsstyrets vedtak av 25. november lyder som følger:

«Vedtaket av Oslo Børs ASA om å styrke aksjene i Siem Shipping Inc. fra notering på Oslo Børs opprettholdes.

Det gis utsatt iverksettelse av vedtaket, slik at aksjene strykes fra og med 15. februar 2017 og siste noteringsdag vil være 14. februar 2017.

Klagen fra aksjeeiere i Siem Shipping Inc. oversendes Børsklagenemnden.»

10 Klagernes sluttmerknader

Klagerne gjentar at vedtaket er et brudd på tidligere praksis, og at dette verken er imøtegått eller begrunnet av Oslo Børs. Klagerne anmoder om at Børsklagenemnden opphever/omgjør børsens strykningssvedtak.

Klagerne viser for det første til at det ikke er anført tungtveiende argumenter som taler for strykning. Det vises til at Selskapet er av en slik størrelse at ressursbruken ved børsnotering og pliktene som medfølger ikke kan være noe vesentlig moment. Klagerne hevder også at Oslo Børs' vektleggelse av hensynet til svak likviditet er i strid med tidligere praksis.

For det annet anfører klagerne at strykningssøknaden fremstår som en bevisst strategi om å tilrettelegge for strykning. Det anføres at børsen ikke har vurdert betydningen av at den svake likviditeten for en vesentlig del skyldes selskapets handlinger.

For det tredje viser klagerne til hensynet til minoritetsaksjonærene. Klagerne anfører at det er «påviselig feilaktig» av børsen å hevde at det var «svært lite aktivitet fra øvrige minoritetsaksjonærer mot strykning».

Klagerne hevder videre at Oslo Børs ikke har forholdt seg til skillet som i praksis er blitt trukket mellom tilfeller der strykningssøknad fremmes på grunn av oppkjøpstilbud mv. og andre tilfeller. Klagerne anfører at Oslo Børs feilaktig synes å se tilbakekjøpstilbudene med svært begrenset akseptgrad i sammenheng med offentlige oppkjøpstilbud med «sedvanlig budpremie og tilslutning fra den brede aksjonærbasen».

Klagerne har innvendinger mot at Oslo Børs legger til grunn at Selskapet og klagerne synes å være enige om at børskursen ikke reflekterer underliggende verdier i Selskapet. Klagerne anfører at dette ikke innebærer at partene er enige om hva som er de underliggende verdiene. Klagerne viser til verdivurderingen fra Pareto Securities vedlagt klagen. Klagerne anfører at aksepten tilbakekjøpstilbudene fikk må sees i sammenheng med Selskapets manglende vilje og evne til å bedre likviditeten i aksjen og, etter hvert, uttrykte planer om å stryke selskapet fra notering.

Klagerne anfører videre at betydningen av fastlåst eierkonstellasjon som grunnlag for strykning ikke tidligere har vært oppe i praksis, og at børsen ikke redegjør nærmere for dette. Klager viser derimot til at det finnes saker med eierkonstellasjoner tilsvarende den i Selskapet der strykning er blitt nektet.

Klagerne imøtegår børsens avvisning av at den verdimessige spredningen av aksjene er relevant i strykningsvurderingen. Klagerne viser til at Oslo Børs under henvisning til verdimessig spredning har dispensert fra kravet til prosentvis spredning i opptakssaker. Klagerne anfører derfor at det ikke kan være riktig at verdimessig spredning er uten relevans.

Klagerne bestrider at noen av minoritetsaksjonærene i Selskapet «har en profesjonalitet i nærheten av den minoritetsaksjonærene har hatt når dette argumentet har vært benyttet i tidligere praksis».

Endelig anfører klagerne at Oslo Børs ikke i tilstrekkelig grad har vektlagt betydningen av at Selskapet er registrert på Cayman Islands. Klagerne mener det ikke kan vektlegges at investorene var klar over at Selskapet var registrert på Cayman Islands da de investerte, fordi de investerte i Selskapet i tillit til at Selskapet skulle forbli børsnotert.

11 Selskapets sluttmerknader

Selskapet kommenterer et par generelle forhold. For det første anfører Selskapet at klagernes argumentasjon rundt prosentsatser både når det gjelder stemmegivning og telling av handelsdager medfører en vidløftiggjøring av saken. Selskapet understreker at det skal gjøres en skjønnsmessig helhetsvurdering.

Selskapet anfører videre at klagernes argumentasjon er vanskelig å følge hva gjelder vekten av hensynet til aksjenes likviditet. Selskapet uttaler (Selskapets kursivering):

En viktig årsak til at Selskapet ønsker strykning er at likviditeten i aksjen er svak grunnet sterk eierkonsentrasjon. Dette er Klagerne enige i, men anfører at det ikke er tungtveiende argument siden dette er et resultat av Selskapets egne handlinger, «herunder tilbakekjøpstilbud som – til tross for at prisen var urealistisk lav – medførte redusert antall aksjonærer». Senere argumenterer man imidlertid for at Selskapet likevel ikke oppfyller de kriterier som er nedfelt i 24Seven saken, for en mindre streng strykningspraksis bl.a. der det

foreligger en fastslått eierstruktur, med de konsekvenser dette får for likviditeten i aksjen.
[sic]

Til punktet om redusert markedsovervåkning anfører Selskapet at den overvåkingen bare har verdi der det foreligger et marked der aksjene er gjenstand for en viss handel.

Når det gjelder de underliggende verdiene i Selskapet, anfører Selskapet at det kan være delte meninger om de underliggende verdiene best realiseres på eller av børs. Det uttales så at «[s]lik Selskapet ser det, og som et stort flertall av aksjemajoriteten har sluttet seg til, er det liten grunn til å tro at prisingen på børs vil gi oppsving, gitt den fastlåste eierstrukturen og den meget begrensede likviditeten». Selskapet gjentar at en gruppe minoritetsaksjonærer «ikke bør få presse gjennom sitt syn» ved å motsette seg strykning når hensynene bak notering ikke lenger gjør seg gjeldende.

Selskapet bemerker at klagerne benektelse av at motivasjonen bak motstanden mot strykning er økonomisk, blir påfallende når det samtidig fremheves at det ikke er gitt adekvate «exit»-muligheter fordi tilbakekjøpstilbudene ble fremsatt uten en premie over børskurs.

12 Børsens og partenes avsluttende merknader

Børsen gir i e-post av 5. desember uttrykk for at den er uenig i klagerne sluttmerknader, og har ikke kommentarer til Selskapets sluttmerknader.

Klagerne er uenig i at det er en motsetning mellom at minoritetsaksjonærene erkjenner at likviditeten i aksjen er lav, samtidig som minoritetsaksjonærene mener at selskapet ikke har en fastlåst eierkonstellasjon. Klagerne anfører at likviditeten ikke bare er en refleks av eierstrukturen, men også beror på andre forhold.

Klagerne er også «dypt uenig» i Selskapets anførsel om at markedsovervåkning fra Oslo Børs og Finanstilsynet lett blir «et misbruk av ressurser» når aksjene ikke er gjenstand for en viss handel. Klagerne kan ikke se at regler eller praksis gir grunnlag for å hevde at overvåkingen av informasjonsplikter, likebehandlingsprinsipper, corporate governance, primærinnsiders meldeplikt etc. skal være mindre omfattende fordi aksjens likviditet er svak.

Klagerne fremhever at selv om likviditeten i aksjer er svak nå, vil markedet for shippingaksjer kunne ta seg opp og dermed gi en oppsving for aksjekursen. I tillegg vises det til mulighetene for eksempelvis oppkjøpstilbud, og betydningen av synligheten ved børsnotering.

Selskapet påpeker at aksjonærenes økonomiske interesser vil bestå, og at det derfor ikke vil være noen «vesentlig ulempe» for klagerne dersom Selskapet strykes fra notering. I tillegg vises det til siste handler i aksjen på Oslo Børs, som viser kurssvingning mellom NOK 45,10 og NOK 69 mellom 30. november og 2. desember. Selskapet anfører at det er «åpenbart at aksjer som er gjenstand for slike svingninger ikke er egnet til å fortsatt være notert på Oslo Børs».

13 Børsklagenemnden skal bemerke:

Etter børsloven § 25 første ledd "kan" regulert marked stryke et finansielt instrument "hvis det ikke lenger tilfredsstillende regulerende markedets vilkår eller regler eller særlige grunner for øvrig taler for det". Det kan likevel ikke strykes "hvis dette ventes å medføre vesentlig ulempe for eierne av instrumentet eller markedets oppgaver og funksjoner". I løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper punkt 15.1 fjerde ledd heter det at et selskap kan "søke børsen om at dets aksjer blir

strøket fra kursnoteringen hvis generalforsamlingen har besluttet dette med flertall som for vedtektsendringer”.

Om innholdet i og anvendelsen av bestemmelsene viser Børsklagenemnden til det som er uttalt i Børsklagenemndens klageavgjørelse om EVRY, Vedtak og uttalelser 2015 side 52. Vurderingstemaet er her beskrevet slik:

Bestemmelsene legger opp til et bredt skjønn. Avgjørelsen av en søknad om strykning som ikke alle aksjonærene stiller seg bak, vil bero på en nærmere avveining og vurdering av hensynene for og hensynene mot strykning. Det sentrale vil da være selskapets – representert ved flertallets – interesse i strykning mot mindretallsaksjonærenes interesse i fortsatt notering. Vurderingen må skje i lys av likviditetshensyn, hensynet til markedets oppgaver og funksjon og tilliten til markedet. I denne sammenheng vil det blant annet kunne være et moment om selskapet oppfyller noteringsvilkårene.

Det er i Oslo Børs praksis lagt til grunn at det i den skjønnsmessige vurdering i en slik sak spesielt må ses hen til minoritetsaksjonærenes interesser, og det er fulgt en streng praksis. Minoritetsvern er et relevant og sentralt hensyn på dette området også mer generelt og etter Børsklagenemndens syn har en slik praksis gode grunner for seg. Men den nærmere vurdering må skje i lys av omstendighetene i den enkelte sak.

Strykning er åpenbart ikke en vesentlig ulempe for markedets oppgaver og funksjon. Det er således avveiningen av selskapets interesser opp mot minoritetsaksjonærenes interesser som blir avgjørende.

Oslo Børs har i vedtaket 14. oktober 2016 og i forbindelse med klagebehandlingen foretatt en gjennomgåelse av momentene i saken. Børsen har etter en samlet vurdering kommet til at søknaden om strykning av aksjene i Siem Shipping fra Oslo Børs innvilges. Vedtaket er fastholdt ved børsstyrets behandling av klagen 25. november 2016, hvor børsens avgjørelsesgrunnlag er oppsummert slik:

Strykningsvedtaket var basert på faktiske forhold omtalt i vedtaket, herunder stemmegivning på generalforsamling, sammensetning av minoritetsaksjonærene, begrenset likviditet, lavt antall aksjeeiere og begrenset spredning av aksjene i Selskapet.

Partene og børsen har kommet med tilleggsbemerkninger.

I klagen angripes ikke børsens forståelse av bestemmelsene og vurderingstemaet. Det er imidlertid bemerket at det ikke ses å være foretatt en særskilt vurdering av det lovbestemte vilkåret om at strykning ikke må ventes å medføre ”*vesentlig ulempe*” for aksjonærene. Børsklagenemnden viser til at minoritetsaksjonærenes interesser er nærmere vurdert både i vedtaket og i børsstyrets uttalelse til klagen. Det ligger implisitt i børsens vurderinger at strykningen ikke er ansett å ville medføre vesentlig ulempe for minoritetsaksjonærene.

Klagen er rettet mot de konkrete vurderinger og avveininger vedtaket bygger på sett opp mot børsens praksis i tidligere saker. Det er gjort omfattende henvisninger til og sammenligninger med saksforholdet og argumentasjonen i andre saker.

Oslo Børs har på sin side vist til saker hvor strykning ble tillatt: Kristiansand Dyrepark ASA (Vedtak og uttalelser 2004 side 63), Norman ASA (Vedtak og uttalelser 2009 side 46) og Fosen ASA (Vedtak og uttalelser 2008 side 26). Klagerne har anført at saken skiller seg vesentlig fra disse og hører hjemme i

samme kategori som Kosmos-saken fra 1991 og sakene om Jøtul ASA (Vedtak og uttalelser 2002 side 13), Namsos Trafikkselskap ASA (Vedtak og uttalelser 2009 side 25) og 24seven Technology I (Vedtak og uttalelser 2013 side 56), hvor strykning ble nektet.

Om forholdet til børsens avgjørelser i andre saker finner Børsklagenemnden grunn til å minne om det som ble uttalt i EVRY-saken:

Børsklagenemnden bemerker at Oslo Børs ved sin myndighetsutøvelse etter børsloven § 25 og tilhørende regelverk plikter å behandle selskapene likt så langt de relevante, faktiske forhold i sakene er like. Praksis kan legges om dersom dette ligger innenfor hjemmelsgrunnlaget, men vedtaket i denne saken er ikke ansett å innebære praksisomlegging. Foreligger det ugrunnet og usaklig forskjellsbehandling, kan dette nedføre ugyldighet. Praksis kan også belyse hensynene i en sak.

Avgjørelsen av denne typen saker beror som redegjort for innledningsvis på et meget bredt skjønn. Det skal foretas en interesseavveining og nærmere vurdering av ulike momenter. Vekten av de ulike momenter vil avhenge av de nærmere omstendighetene. Noen faste kriterier for skjønn for eksempel i form av andel eller antall minoritetsaksjonærer eller nærmere om aksjonærsammensetningen, likviditet og handel er ikke oppstilt i regelverket eller klart trukket opp i praksis. Faktum i slike saker vil sjelden være helt likt.....

Det er i foreliggende sak ikke anført at børsens vedtak er ugyldig på grunn av usaklig forskjellsbehandling, en anførsel som Børsklagenemnden heller ikke kan se at ville kunne føre frem.

Børsklagenemnden tilføyer at det bør utvises varsomhet med å generalisere eller trekke motsetningsslutninger fra konkrete uttalelser i den enkelte sak. Selv om det kan være likheter på sentrale punkter, kan resultatet i sakene bli forskjellig på grunn av vurderingen og avveiningen av de ulike konkrete omstendigheter.

Strykningssøknaden bygger på vedtak på generalforsamling i Selskapet 6. mai 2016 der det med ca. 83,5 % av de avgitte stemmene ble vedtatt å gi ledelsen fullmakt til å søke om strykning fra notering på Oslo Børs. 16 av selskapets 94 aksjeeiere, som til sammen representerte 98,9 % av aksjekapitalen, var til stede eller representert på generalforsamlingen. (Noen steder er antallet aksjeeiere oppgitt til 95, uten at dette har betydning.) Fire aksjeeiere stemte for strykning, blant disse hovedaksjonæren Siem Industries Inc., som eier av 79,49 % av aksjekapitalen og Siem Investment Inc., som eier 2,78 % (som senere er overtatt av Siem Industries Inc.). Tolv aksjeeiere stemte mot strykning.

Siem Shipping sammenfattet begrunnelsen for søknaden om strykning slik:

The Company applies for a delisting of its shares from Oslo Børs as it no longer satisfies the spread requirements for listed companies on Oslo Børs, and because the Company believes that the current shareholder structure together with the low liquidity in its shares makes it no longer suitable for listing on Oslo Børs.

Dette er nærmere underbygget i søknaden, hvor det fremgår at Selskapet *"does not foresee any public offers in the near future, or other initiatives from the Company or otherwise, which could increase liquidity in the share"*. Selskapet har også vist til den store andelen profesjonelle aksjeeiere blant de som stemte mot strykning og at minoritetsaksjonærene har fått to tilbud om tilbakekjøp.

Børsklagenemnden bemerker at selskapet i dag ikke oppfyller noteringsvilkårene i det kravene til spredning (25 %) og antall aksjonærer (500 over NOK 10 000) ikke er oppfylt. Selskapet ville således ikke ha blitt tatt opp til notering på Oslo Børs med dagens aksjonærstruktur.

Klagerne har anført at søknaden om strykning ikke er underbygget av vektige argumenter, så som forutgående vesentlige endringer i selskapet, men snarere er et resultat av en bevisst strategi fra Selskapets side for å tilrettelegge for strykning. Børsklagenemnden viser til at noteringsvilkårene er krav som normalt vil ha betydning for handelen og prisdannelsen og således for egnetheten for børsnotering. Tilbakekjøpene er resultat av frivillige salg, og det kan vanskelig anses illojalt å tilby tilbakekjøp til gjeldende børskurs. Etter nemndens vurdering bygger søknaden på legitime grunner.

Mot Selskapets interesser står minoritetsaksjonærenes interesser og behov, som det er redegjort nærmere for overfor børsen og i klagesaken. Ved strykning vil de miste den beskyttelsen som ligger i børs- og verdipapirhandellovens bestemmelser, herunder om informasjonsplikt og rapportering og dessuten handelsapparatet med investorbeskyttelse og gjennomlysning av handler.

Oslo Børs har trukket frem og lagt vekt på at Selskapet har en låst eierstruktur og en lav likviditet i aksjen:

I perioden fra 1. Januar 2016 til dato for søknad om strykning, 24. august 2016, ble det kun omsatt 11 479 aksjer av totalt 9 006 352 aksjer utstedt i Selskapet. Likviditeten i Selskapet må følgelig anses å være svært lav. Basert på dagens eierstruktur er det også rimelig å anta at likviditeten vil holde seg lav fremover. Selskapet har opplyst at Siem Industries Inc. eier ca. 82,27 % av aksjene i Selskapet og at selskaper kontrollert av Kristian Eidsvik til sammen kontrollerer ca. 12,2 % av aksjene i Selskapet. Følgelig er maksimalt 5,53 % av aksjene gjenstand for fri flyt. Strykning vil kunne være en ulempe for aksjonærene ved at likviditeten reduseres ytterligere. Det faktum at likviditeten i Selskapets aksjer allerede er svært lav medfører imidlertid at dette hensynet til minoritetsaksjeeierne vil ha begrenset vekt i strykningsvurderingen i den foreliggende sak.

Børsklagenemnden viser i tillegg til det som opplyses i Selskapets søknad om at det har vært handel i 71 av 161 omsetningsdager fra 1. januar 2016. Både antall handelsdager og antall aksjer omsatt er relevante momenter.

I tilslutning til de momentene børsen trekker frem i sitatet, vil Børsklagenemnden fremheve det meget lave antall aksjeeiere, bare 94. Som vist til av børsen kan maksimalt 5,53 % av aksjene anses for å være gjenstand for fri flyt. Verdien av aksjene som er gjenstand for fri flyt kan, som børsstyret påpeker, ikke være avgjørende for egnetheten for notering. Det er fortsatt en viss likviditet i aksjene, men etter det som er opplyst om omsetningen sett i forhold til Selskapets verdi må den anses særdeles lav, noe som begrenser betydningen for minoritetsaksjonærene betydelig. Omsetningshastigheten er beregnet til 0,15 % og er særdeles lav. Også det underbygger at eierstrukturen i Selskapet må anses fastlåst. Dette er momenter som etter Børsklagenemndens syn hver for seg og særlig sett i sammenheng i vesentlig grad belyser interessene i denne saken.

Klagerne fremhever den store motstanden mot strykning, som avstemningen på generalforsamlingen viser, og at bare ca. 83,5 % stemte for strykning. Børsklagenemnden bemerker at flertallet som stemte for strykning er lavere enn i tidligere saker hvor strykning er tillatt. Forskjellen er likevel marginal, og prosentandelen som stemte for strykning kan isolert sett etter Børsklagenemndens syn heller ikke være noe avgjørende moment. Noen nedre grense er ikke oppstilt utover det som følger av kravet om 2/3 flertall for at det kan søkes om strykning. Stemmetallet ligger godt over 2/3.

De som møtte på generalforsamlingen og stemte mot strykning representerer ca.16,5 prosent av aksjekapitalen. Børsklagenemnden konstaterer at det er en klar motstand mot strykning fra aksjonærer som representerer en ikke ubetydelig del av aksjekapitalen. Klagernes vektlegging av at et flertall av de fremmøtte på generalforsamlingen stemte mot strykning; tolv mot, fire for, kan Børsklagenemnden imidlertid ikke følge. Forholdsmessigheten målt i antall fremmøtte kan ikke være noe moment av betydning, iallfall ikke i saken her.

Til sammen var 98,9 % av aksjekapitalen til stede eller representert på generalforsamlingen. De 78 aksjonærene som eier den resterende 1,1 % kjenner man ikke holdningen til. I utgangspunktet må deres interesser vurderes ut fra mer allmenne vurderinger av den beskyttelsen som ligger i børss- og verdipapirrettens regelverk. I dette tilfellet har det imidlertid vært vel kjent at strykningsspørsmålet ville bli tatt opp, og med den relativt høye deltakelsen på generalforsamlingen, kan man vanskelig legge til grunn noe særlig engasjement mot strykning blant de som ikke møtte.

Børsklagenemnden bemerker videre at minoritetsaksjonærer kan være en sammensatt gruppe, og beskyttelseshensynene kan ha ulik vekt. Noen vil kunne være i stand til å ivareta sine interesser, uavhengig av om aksjen er børssnotert eller ikke. Det gjelder i særlig grad institusjonelle investeringsselskaper, men også andre må formodes å kunne ivareta sine interesser på en rimelig tilfredsstillende måte. For andre igjen vil det vernet som ligger i børssnotering være viktig. Den gruppen det særlig er grunn til å vektlegge hensynet til, er småaksjonærene. Alle privatpersoner vil ikke nødvendigvis falle inn under denne gruppen, som heller ikke nødvendigvis vil være begrenset til privatpersoner. I praksis vil det ikke være mulig å gå inn på den enkelte aksjeeiers forutsetninger for å kunne ivareta sine egne interesser etter en strykning fra børssnotering. Etter Børsklagenemndens syn må man basere seg på en skjønnsmessig grovvurdering.

Oslo Børs har lagt til grunn at av de 12 aksjeeierne som stemte mot strykning, må halvparten kunne anses å være "profesjonelle investorer" og at de innehar rundt 16 % av de ca.16,5 % av aksjene som stemte mot strykning. Klagerne har bestridt en slik kategorisering og grunnlaget for den. Børsklagenemnden anser børsens vurdering som et forsvarlig anslag som iallfall indikerer at i denne saken er den aksjonærgruppen som det særlig er grunn til å beskytte svært liten, både målt i antall aksjonærer og i prosenter av aksjekapitalen.

Klagerne har videre vist til at selskapet er hjemmehørende på Cayman Islands, en jurisdiksjon som gir mindre minoritetsbeskyttelse i sin selskapslovgivning enn det man vil kunne forvente for de aller fleste selskaper notert på Oslo Børs. Hensynet til minoritetsaksjonærene, som har investert i Selskapet i tillit til at dette skulle være børssnotert, anføres derfor å måtte veie særlig tungt. Oslo Børs har fremhevet at de som har valgt å investere i selskapet har vært kjent med at selskapet er registrert på Cayman Islands og at denne stats lovgivning vil være gjeldende for selskapet ved en eventuell strykning fra Oslo Børs. Børsen har derfor ikke vektlagt at aksjonærene i dette selskapet har større behov for vern enn hva som er tilfelle for norske allmennaksjeselskaper. Børsklagenemnden ser poenget i dette, og etter nemndens syn vil det også kunne være problematisk å begi seg inn på en sammenligning av ulike jurisdiksjoner. Ut fra de hensynene som strykningsreglene bygger på, vil Børsklagenemnden likevel ikke se bort fra at et slikt moment etter omstendighetene vil kunne tillegges en viss vekt i en konkret vurdering av minoritetsinteressene. I den foreliggende sak mener Børsklagenemnden at momentet ikke bør tillegges nevneverdig betydning. Selskapet har fremhevet at de fører sine regnskaper etter IFRS-standarden og vil fortsette å gjøre dette og å publisere delårsregnskap.

Det er sterk uenighet mellom partene om betydningen av de to tilbakekjøpstilbudene som har vært fremsatt, først i desember 2014, hvor det ble kjøpt tilbake 529,074 aksjer til en pris på NOK 60 per aksje, og deretter i februar – mars 2016, hvor det ble kjøpt tilbake 112,053 aksjer for samme pris per aksje, omtrent i samsvar med gjeldende børskurs.

Hvor minoritetsaksjonærene er gitt muligheter til å tre ut av selskapet vil dette etter omstendighetene kunne ha betydning i en strykingsvurdering. Oslo Børs har ikke tillagt tilbakekjøpstilbudene vekt av betydning i saken her. Det er vist til at bare 6,5 % av minoritetsaksjonærene aksepterte tilbudet i 2016.

Børsklagenemnden ser noe annerledes på dette. Det siste tilbudet, som etter det opplyste gjaldt alle minoritetsaksjene i selskapet, ble offentliggjort i januar 2016 sammen med styrets vedtak om strykning og til en pris omtrent på daværende markedskurs. Denne exit-muligheten til børskurs rett forut for behandlingen i generalforsamlingen bør etter Børsklagenemndens syn tillegges en viss betydning, særlig når likviditeten i handelen med selskapets aksjer er lav som her, selv om det ses hen til antallet som aksepterte tilbudet og at det ble gitt uten premie.

Etter en samlet vurdering basert på de ovenstående momentene har Børsklagenemnden kommet til at det ikke kan anses å være en vesentlig ulempe for minoritetsaksjonærene at Selskapet strykes fra notering og finner som Oslo Børs at søknaden om strykning bør innvilges.

Oslo Børs vedtak av 14. oktober 2016 blir etter dette å stadfeste.

Etter vedtaket av 14. oktober 2016 ville siste noteringsdag være 13. desember 2016. I klagen ble det bedt om utsatt iverksettelse. Anmodningen ble tatt til følge i børsstyrets vedtak 25. november 2016. Etter dette vedtaket strykes aksjene fra og med 15. februar 2017 og siste omsetningsdag vil være 14. februar 2017.

Børsklagenemnden fatter etter dette slikt enstemmig

vedtak:

Oslo Børs ASAs vedtak 14. oktober 2016 om å stryke aksjene i Siem Shipping Inc. fra notering på Oslo Børs stadfestes.

4 LØPENDE UTSTEDERREGLER

4.1 Likebehandling av aksjonærer

4.1.1 Birdstep Technology ASA - Private Placement – equal treatment of shareholders (brev av 07.06.16)

1 Introduction

Reference is made to the letter from Birdstep Technology ASA («Birdstep» or the «Company») dated 23 March 2016 regarding the issuance of 34,000,000 new shares at a subscription price of NOK 0.22 per share directed at Middelborg Invest AS («Middelborg»), the Company's largest shareholder (the "private placement"). After completion of the private placement, Middelborg held 33.24 percent of the shares in the Company.

In November 2015, the Company announced that it had lost its largest customer and the Company's two largest shareholders sold their holdings in the Company following the announcement. The private placement was one of several transactions contemplated to be carried out by the Company in connection with a strategic solution to secure future operations. Middelborg was the only shareholder in the Company who was given the opportunity to participate in the private placement.

Based on the nature of the transaction Oslo Børs has looked into the matter in relation to the principle of equal treatment of shareholders as stated in the Norwegian Securities Trading Act Section 5-14, Oslo Børs' Continuing Obligations of listed companies section 2.1 and Circular No. 2/2014. Oslo Børs has requested the Company to give an account on the background for the private placement, the methods used for determining the subscription price as well as an explanation of the Company's reasons for carrying out the private placement prior to the extraordinary general meeting that was held on 31 March 2016.

2 Statement from the Company

The Company has provided Oslo Børs with a thorough description of the process leading up to the stock exchange notice on 9 March 2016.

The statement from the Company emphasizes that due to the Company's financial position and with the view to maintain and protect shareholder values, the board of directors found it necessary to consider and explore strategic alternatives in order to secure continued operations. The Company engaged external advisors and different options were explored, but in the beginning of 2016, the prospects for long-term growth for the Company and its shareholders through existing resources were not very good.

In the stock exchange notice published on 9 March 2016, the Company announced the sale of the its subsidiary Birdstep Technology AB ("Birdstep AB") to Smith Micro Software Inc. ("Smith Micro"), subject to shareholder approval. As consideration, the Company would receive a payment of USD 2 million and would also secure the continued operations of Birdstep AB and continued employment of the Birdstep team. The transaction was completed on 7 April 2016.

Since November 2015, Middelborg had increased its ownership in Birdstep and had expressed an interest for a closer affiliation with the Company – culminating with the overall proposed "package" and transaction structure negotiated with Birdstep in early March 2016 (the "Middelborg Transaction"). As further announced in the stock exchange notice on 9 March 2016, the Middelborg Transaction comprises the following:

- The entering into corporation and partner agreements with Smith Micro and Teki Solutions in connection with the rights to distribute Smith Micro's products in the Nordic region. Middelborg is the largest shareholder in Teki Solutions and Kristian Lundquist is the chairman of the board of directors in Teki Solutions (and the owner of Middelborg);
- The private placement directed at Middelborg resulting in gross cash proceeds of NOK 7.48 million, resolved by the board of directors in accordance with an authorization granted by the general meeting on 29 January 2016;
- A contemplated repair offering of up to 680,000 shares directed at existing shareholders who were not invited to participate in the private placement, subject to shareholder approval; and
- A contemplated merger between the Company and a wholly owned subsidiary of Middelborg ("MercerCo"), with the Company being the surviving entity. It is the parties' intention that a 75 percent shareholding in Klekkerud AS, which owns 24.2 percent of the shares in Teki Solutions AS, and certain other assets, shall be transferred to MercerCo (the "Merger"). The Merger is also subject to shareholder approval and has not been resolved at the date of this letter.

The Company has explained that the sale of Birdstep AB had been negotiated for some time and that this is a transaction separate from the Middelborg Transaction.

Having carefully considered a number of alternatives, the Company states that the board firmly believed, given the current circumstances, that the Middelborg Transaction was by far the best, and most likely the only viable alternative for the board when seeking to ensure continued operations and long-term growth for Birdstep. Furthermore, the board has deemed it important and beneficial for the shareholders at large to have an active, committed and long-term owner such as Middelborg. The board considered the private placement as a manner in which to strengthen this relationship.

It is furthermore emphasized that the private placement, together with the cash consideration from the sale to Smith Micro, would raise substantial funding that would enable the Company to pursue new business opportunities.

3 Oslo Børs' assessment

Oslo Børs has considered the private placement in relation to the principle of equal treatment of shareholders as stipulated in the Norwegian Securities Trading Act, Section 5-14. The provision contains a prohibition of differential treatment which is not justified on a factual basis in the common interest of the issuer and the shareholders. Oslo Børs has included an identical rule in the Continuing Obligations section 2.1. The rule is thoroughly addressed in Circular 2/2014, which particularly highlights the issues that may occur in connection with private placements. In enforcing the equal treatment rule, Oslo Børs will take a cautious approach to allowing its own judgement to take precedence over the commercial judgement and industry-specific knowledge that provides the basis for the issuer's financial and operational targets. In applying this approach, Oslo Børs has in previous cases expressed the view that it will in principle not seek to re-examine the company's assessment of what constitutes a reasonable and factual basis, and will only act in cases where differential treatment clearly lacks a factual basis, is grossly unreasonable or has been carried out without proper consideration of the circumstances.

In situations where questions arise over equal treatment, Oslo Børs will contact the issuer with a request for supplementary information on the background for the transaction and the related circumstances, together with a request for the issuer to explain its assessment in relation to the duty of equal treatment. To the extent that the situation relates to decisions taken by the company's

board of directors, Oslo Børs will normally also ask to see board minutes and other documentation from the board's consideration in respect of the transaction in question. An important element in assessing whether the steps taken complied with the equal treatment rule will be whether the question of equal treatment was subject to thorough and satisfactory investigation within the company.

In Circular No. 2/2014 and former cases regarding the principle of equal treatment considered by Oslo Børs, it is stated that the test of a factual basis will apply more strictly if the issue of shares creates a financial advantage for the subscriber or subscribers at the expense of the company's shareholders by offering a significant price discount, or if the issue of shares causes a sizeable direct dilution of the rights of existing shareholders, particularly if this results in a change in the balance of power among the company's shareholders.

The private placement amounted to approximately 33.46 percent of the registered share capital of the Company as of 9 March 2016, and resulted in a considerable dilution of the shareholders not participating in the issue.

As regards the background and rationale for carrying out the transaction, the Company has provided a detailed explanation, including how the transaction could best maintain the interest of the Company and its shareholders.

The subscription price of NOK 0.22 (NOK 2.20 following the share consolidation) represented a 19.35 percent discount compared to the 30 day VWAP of the share price on Oslo Børs. In Oslo Børs' view, the discount is significant compared to the trading price of the share. The Company has stated that the subscription price was determined through negotiations between the board and Middelborg, and that Middelborg initially aimed at a lower price as the only remaining asset in the Company after the consummation of the sale of Birdstep AB would be its cash holding.

Oslo Børs notes that the private placement was directed solely at Middelborg, and as such there was no broadly-based book building exercise that could reflect the share price that market participants were willing to pay in order to subscribe for the issue. However, Oslo Børs understands that the share price was set at the maximum amount that the board was able to achieve in the light of the circumstances surrounding the share issue. As at the date of this letter, the new shares have not been admitted to trading on Oslo Børs as the Company has not yet published a listing prospectus.

Based on the information received from the Company and the circumstances in this particular case, Oslo Børs has concluded that the private placement in itself does not represent a differential treatment of shareholders of such character that Oslo Børs re-examine the Company's judgment.

However, Oslo Børs raises a question about why the private placement was completed just prior to the extraordinary general meeting in the Company where the shareholders were voting on the sale of Birdstep AB. In Oslo Børs' view, this constitutes an unfortunate differential treatment of one single shareholder who was able to increase its ownership significantly prior to the voting.

In the case referred to in Decisions & Statements 2014, section 4.1.1, Oslo Børs took the view that an issuer's acceptance of a particular shareholder's demands for the allocation of shares in a new issue in advance of a shareholder meeting in order to secure approval of refinancing was in breach of the equal treatment rule. Oslo Børs emphasized that the award in fact implied a disregard for the protection of minority shareholder rights included in the Cypriot law and procedures, and the differential treatment appeared therefore both unreasonable and unfair. Oslo Børs furthermore stated that it is understandable that issuers sometimes experience difficult dilemmas in situations where the company is dependent on complying with a major shareholder's conditions, but there is a

limit to what extent the board can accept conditions from individual shareholders on behalf of the shareholders as a whole.

Birdstep AB was the only operative company in the group, and the transaction was therefore important both in relation to the financial position of the Company as well as the future business of the listed entity. The private placement was resolved on 7 March 2016 and the share capital increase was registered in the Norwegian Register of Business Enterprises (Nw.: foretaksregisteret) on 23 March 2016. The extraordinary general meeting was held on 31 March 2016. Although Middelborg did not obtain a majority of the votes in the Company through the private placement, Middelborg could to a large extent influence the outcome of the voting at the general meeting through its 33.24 percent ownership.

The timing of the private placement is not commented in the minutes from the board meeting on 7 March 2016. In subsequent communications between the Company and Oslo Børs, the Company has explained that the expressed objective from Middelborg was to proceed towards finalization of the Middelborg Transaction as soon as possible. After an extended period of financial and business uncertainty, the board also viewed it as important to promptly secure Middelborg's long-term commitment to Birdstep.

To Oslo Børs' understanding, the Company was not facing acute financial difficulties when the board resolved the private placement, but due to the recent circumstances, it was important for the Company to secure a long-term investor. In the view of the Company, this was in the common interest of the Company and its shareholders. However, Oslo Børs sees no factual justification for carrying out the private placement prior to the extraordinary general meeting of the Company. The board's decision to complete the private placement on 7 March 2016 changed the power of balance between the Company's shareholders prior to the extraordinary general meeting.

Oslo Børs' conclusion in this matter is that there has been a violation of the principle of equal treatment as included in the Continuing Obligations section 2.1, cf. the Norwegian Securities Trading Act Section 5-14. After a thorough assessment of the matter, we will close the matter with this letter. This letter may be used for educational purposes as guidance to other market participants or included in our publication "Decisions and statements made by Oslo Børs".

4.1.2 Funcom - rettede emisjoner - likebehandling (brev av 30.09.16)

1. Innledning

Det vises til børsmelding fra Funcom N.V. («FUNCOM» eller «Selskapet») av 26.05.2016 vedrørende rettet emisjon, gjeldskonvertering og reparasjonsemisjon, samt Selskapets brev til Oslo Børs hvor Selskapet redegjør nærmere for de aktuelle transaksjonene.

Selskapet gjennomførte i mai en rettet emisjon på 95 970 000 nye aksjer, som et ledd i en omfattende restruktureringsprosess. Emisjonens størrelse tilsvarte 104,8% av selskapets totale antall utestående aksjer og var etter det opplyste rettet mot nye investorer. Emisjonen var en del av en totalløsning som også inkluderte konvertering av USD 7,7 millioner i gjeld til egenkapital. Emisjonen og gjeldskonverteringen (i felleskap omtalt som «Transaksjonen») medførte en betydelig utvanning av selskapets eksisterende aksjonærer. I børsmeldingen hvor Transaksjonen ble annonsert fremgikk det at Selskapet ville gjennomføre en etterfølgende reparasjonsemisjon på maksimalt 15 millioner aksjer,

med det formål å begrense den utvannende effekten av den rettede emisjonen. På bakgrunn av at ex-dato for reparasjonsemisjonen ble satt over én måned etter gjennomføring av den rettede emisjonen, fikk reparasjonsemisjonen imidlertid en svært begrenset reparerende effekt som følge av at rettigheten til å delta i reparasjonsemisjonen ble fordelt også på de nye aksjene i Transaksjonen.

På bakgrunn av Transaksjonens utvannende effekt, og det forhold at emisjonskursen lå betydelig under sluttkurs før offentliggjøring av emisjonen, har Oslo Børs foretatt en vurdering av Transaksjonen opp mot forbudet mot urimelig forfordeling i Løpende forpliktelser for selskaper notert på Oslo Børs («Løpende forpliktelser») pkt. 2.1, se pkt. 2 nedenfor. Forholdet knyttet til fastsettelsen av ex-dato, er nærmere omtalt i pkt. 3 nedenfor.

2. Forfordeling i den rettede emisjonen

2.1 Rettslig grunnlag

Bestemmelsen om likebehandling følger av Løpende forpliktelser pkt. 2.1:

- (1) Utstedere av finansielle instrumenter opptatt til handel på norsk regulert marked, skal likebehandle innehaverne av deres finansielle instrumenter. Utsteder må ikke utsette innehaverne av de finansielle instrumentene for forskjellsbehandling som ikke er saklig begrunnet ut fra utstederens og innehavernes felles interesse.
- (2) I forbindelse med omsetning eller utstedelse av finansielle instrumenter eller rettigheter til slike, må utstaders styrende organer, tillitsvalgte eller ledende ansatte ikke treffe tiltak som er egnet til å gi dem selv, enkelte innehavere av finansielle instrumenter eller tredjemenn en urimelig fordel på bekostning av andre innehavere eller utsteder. Det samme gjelder ved omsetning eller utstedelse av finansielle instrumenter eller rettigheter til slike innen konsern som utsteder inngår i.

Bestemmelsens første og andre ledd må ses i sammenheng, og vurderingstema blir i praksis; 1) om det er truffet et tiltak som er egnet til å forskjellsbehandle innehaverne av selskapets finansielle instrumenter eller til å gi en fordel for en innehaver eller andre på selskapets eller øvrige innehaveres bekostning, og i så tilfelle 2) om dette har et saklig og forsvarlig grunnlag i utstaders og innehavernes felles interesser. Saklighetskriteriet innebærer at formålet med tiltaket må være relevant og egnet til å fremme utstaders og innehavernes felles interesse. Videre må tiltaket være forholdsmessig – den vinning som kan oppnås for fellesskapet og utstederen må sees opp mot ulempen som påføres den enkelte.

Reparasjonsemisjoner kan ha betydning for saklighetsvurderingen, herunder kravet til forholdsmessighet, ved at den kan bidra til å redusere den ulempen som tiltaket påfører den enkelte aksjonær.

Likebehandlingsregelen og dens vurderingstema generelt, og i forhold til rettede emisjoner spesielt, er nærmere beskrevet i børssirkulære 2/2014.

2.2 Børsens undersøkelser

Oslo Børs' avdeling for Markedsovervåking og administrasjon gjennomgår samtlige rettede emisjoner i noterte selskaper, for å vurdere om det kan foreligge brudd på forbudet mot urimelig forfordeling/likebehandlingsregelen i Løpende forpliktelser pkt. 2.1. I vurderingene vektlegges blant annet emisjonens størrelse, emisjonskurs i forhold til markedskurs og fremgangsmåte for fastsettelse av emisjonskurs, eventuell reparasjonsemisjon og i hvilken grad det foreligger forskjellsbehandling av eksisterende aksjonærer.

Funcoms emisjon på 95 970 000 nye utstedte aksjer mer enn doblet selskapets aksjekapital, hvilket medførte en betydelig utvanning av eksisterende aksjonærer. Videre utgjorde emisjonskursen på NOK 0,55 en rabatt på 77,55% mot sluttkursen 25.05.2016. På bakgrunn av emisjonens størrelse og kurs, valgte Oslo Børs å innhente en forklaring fra selskapet på hvilke vurderinger som var blitt gjort i forkant av den rettede emisjonen i forhold til alternative løsninger og forbudet mot urimelig forfordeling/likebehandlingsregelen.

2.3 Selskapets redegjørelse

Funcom har i sitt svar til børsen grundig redegjort for omstendighetene som foranlediget Transaksjonen, samt hvilke vurderinger Selskapet foretok i den forbindelse.

Om bakgrunnen for Transaksjonen skriver Selskapet blant annet: «Uten emisjonen og gjeldskonverteringen ville selskapet stått i reell fare for gå konkurs, og refinansieringen ble derfor av styret og ledelsen ansett som den klart beste og eneste foreliggende muligheten til å sikre videre drift (...)», og videre at «Det er Selskapets oppfatning at den gjennomførte Transaksjonen representerer den beste løsningen som var tilgjengelig for Selskapet i den aktuelle situasjonen. Etter flere måneders søk etter ekstern kapital stod dette alternativet igjen som eneste aktuelle løsning sett bort fra en full restrukturering hvor dagens kreditor(er) ville overta hele eller nesten hele Selskapet.»

Om emisjonskursen skriver Selskapet blant annet: «Hovedkreditor (...) spilte en hovedrolle i diskusjonene hvor Selskapet hadde mindre innflytelse gitt Selskapets særdeles prekære finansielle stilling, herunder at Selskapet var avhengig av ytterlige nødlån fra (Hovedkreditor) om en avtale med investorgrupperingen ikke skulle komme på plass. Dersom (Hovedkreditor) kom til enighet med investorgrupperingen, ville ytterligere nødlån neppe være tilgjengelig for Selskapet. Krav om delvis gjeldskonvertering stod sentralt, sammen med blant annet emisjonskursen samt øvrige endringer i eksisterende finansiering. Emisjonskursen ble begrenset nedad av kapitalbehovet sammen med det faktum at Selskapets fullmakt til å utstede nye aksjer var begrenset til 95,97 millioner aksjer.» Selskapet skriver videre at «Selskapet erkjenner at Emisjonen ble gjennomført på en emisjonskurs som representerer en betydelig rabatt i forhold til sist omsatte kurs, samtidig mener Selskapet at det er en kjensgjerning at verdsettelsen av Funcom-aksjen ikke nødvendigvis alltid følger fundamentale verdsettelsesprinsipper, og at kursen raskt beveger seg basert på nyheter, rykter, smale investorsynspunkter og trender i handelsmønsteret i aksjen. Et betydelig kapitalinnskudd av denne typen vil imidlertid være tettere knyttet til fundamentale verdier, og emisjonsverdien måtte kunne forsvares basert på fundamentale metoder.»

Om reparasjonsemisjonen skriver selskapet: «Ettersom antallet nye aksjer var betydelig i forhold til antallet aksjer før emisjonen, ville det ikke være mulig å 'kompensere' eksisterende aksjonærer for utvanningen. Videre var Selskapet av den oppfatning at det var betydelig usikkerhet vedrørende verdien av Selskapet i den situasjonen det befant seg i, og det var ikke klart for Selskapet at deltakelse i Emisjonen i etterkant ville betraktes som fordelaktig for deltakerne – således ei heller at det var noe å kompensere eksisterende aksjonærer for. Selskapet har likevel ønsket å gjennomføre en mindre etterfølgende emisjon for delvis å imøtekomme eksisterende aksjonærers ønske om å delta i denne runden».

Om størrelsen på reparasjonsemisjonen skriver Selskapet: «Hele Selskapets fullmakt til utstedelse av nye aksjer ble anvendt i forbindelse med Transaksjonen. Ergo vil Selskapet være avhengig av at generalforsamlingen vedtar å gi styret fullmakt til utstedelse av nye aksjer til den etterfølgende emisjonen. Følgelig var det avgjørende for Selskapet å finne en løsning som både dagens aksjonærer og den nye aksjonærgrupperingen kunne støtte. Størrelsen på den etterfølgende emisjonen var av den grunn et sentralt punkt i forhandlingene mellom (hovedkreditor), aksjonærgrupperingen og Selskapet, og det ble avtalt at den foreslåtte fullmaktens anvendelse skulle oppad begrenses til ca. 30 million aksjer, hvorav ca. 15 millioner til den etterfølgende emisjonen. Vesentlige drivkrefter for dette var aksjonærenes ønske om å beholde sine eierandeler samt at Selskapets kapitalbehov på kort og mellomlang sikt uansett var tilfredsstillt.»

2.4 Børsens vurdering

Den rettede emisjonen, som mer enn doblet Selskapets antall utestående aksjer, innebar en betydelig forfordeling av selskapets eksisterende aksjonærer i forhold til grupperingen av nye investorer som fikk tegne seg i emisjonen. Forfordelingen fremstod som ytterligere forsterket ved at emisjonen ble gjennomført med betydelig rabatt i forhold til markedskurs. Gitt selskapets alvorlige finansielle situasjon og arbeid over lengre tid med å få på plass en løsning som kunne sikre Selskapets fremtid, kan det likevel argumenteres for at aksjonærenes interesse har blitt tilstrekkelig hensyntatt gjennom Transaksjonen, da det tilsynelatende ikke forelå andre mindre inngripende alternativer for Selskapet i den foreliggende situasjon.

Oslo Børs ønsker å knytte enkelte kommentarer til Selskapets argumentasjon når det kommer til reparasjonsemisjonen og omfanget av denne. Som det fremgår av børsens sirkulære 2/2014, vil reparative tiltak som en reparasjonsemisjon etter omstendighetene vektlegges i børsens vurdering av likebehandlingsregelen/forbudet mot urimelig forfordeling. Dersom styret samtidig med forslaget eller beslutningen om å gjennomføre en rettet emisjon, legger frem et forslag om en reparasjonsemisjon med formål å reparere effekten av den første emisjonen vil dette kunne ha betydning for forholdsmessighetsvurderingen. Reparasjonsøvelsen vil kunne medføre at krenkelsen av eksisterende aksjonærers organisatoriske og/eller økonomiske rettigheter totalt sett blir redusert, noe som igjen får betydning for om man er innenfor kravet til saklighet.

Reparasjonsemisjonen i den aktuelle saken utgjorde i underkant av 16 % av den rettede emisjonen. Omfanget av reparasjonsemisjonen var dermed svært beskjedent sammenlignet med omfanget av den rettede emisjonen, og enda mindre tatt i betraktning den samlede effekten av Transaksjonen. Etter børsens syn var det således Selskapets plikt å vurdere tiltak som kunne være egnet til å redusere

ulempen Transaksjonen innebar i form av utvanning. Reparasjonsemisjon vil typisk kunne være et slikt egnet tiltak. Oslo Børs mener derfor at Selskapets argumentasjon knyttet til at det var usikkert om deltakelse i reparasjonsemisjon ville betraktes som fordelaktig for deltakerne, eller om det i det hele tatt var noe å kompensere eksisterende aksjonærer for, fremstår som en for lettvinntilnærming til Selskapets plikt til å vurdere tiltak som kan redusere grad av forfordeling. Tilsvarende kan børsen heller ikke se at det forhold at Selskapets kapitalbehov på kort og mellomlang sikt var tilfredsstillende i og med Transaksjonen, kan anses som en saklig grunn til å begrense størrelsen på reparasjonsemisjonen. Det som derimot kan representere en saklig grunn for å begrense omfanget på reparasjonsemisjonen, var det forhold at størrelsen på reparasjonsemisjonen var et sentralt punkt i forhandlingene med nye investorer og hovedkreditor, og at Selskapet ville være avhengig av deres støtte på generalforsamling for å få forslaget til fullmakt til å utstede aksjer i reparasjonsemisjonen vedtatt.

Selskapets håndtering av fastsettelse av ex-dato for emisjonen var for øvrig uheldig tatt i betraktning at dette ytterligere reduserte reparasjonsemisjonens reparerende effekt, jf. særskilt omtale av dette forholdet under.

Etter en grundig totalvurdering av omstendighetene rundt Transaksjonen og Selskapets vurderinger av handlingsalternativer i lys av forbudet mot urimelig forfordeling/likebehandling, har Oslo Børs konkludert med at det ikke er grunnlag for å overprøve Selskapets vurdering av at den rettede emisjonen var saklig begrunnet i Selskapets og aksjonærenes felles interesse.

3. Særlig om valg av ex-dato for reparasjonsemisjonen

En reparasjonsemisjon kan som nevnt være egnet til å redusere ulempen som blir påført de aksjonærene som ikke får tegne seg i en rettet emisjon. Den reparerende effekten vil variere med flere faktorer, blant annet antall aksjer, tegningskurs og tid mellom den rettede emisjonen og reparasjonsemisjonen. I forbindelse med sistnevnte vil valg av ex-dato være av betydning. Å sette ex-dato en tid etter at den rettede emisjonen er gjennomført, vil kunne redusere den reparerende effekten ved at de samme aksjene da vil kunne være inkludert i både den rettede emisjonen og i reparasjonsemisjonen.

I børsmeldingen 26.05.2016 skrev Selskapet at de planla å gjennomføre en reparasjonsemisjon for de aksjonærene som ikke fikk tegne seg i den rettede emisjonen. Ex-dato for reparasjonsemisjonen var imidlertid ikke oppgitt i meldingen. I henhold til LF 3.2(3) og 11.2(3) skal det sendes ut separat melding med nøkkelinformasjon vedrørende reparasjonsemisjon straks reparasjonsemisjon er vedtatt, og senest innen kl 09:00 den dag aksjen går ex. Da ex-dato ikke var oppført, kontaktet Oslo Børs Funcom for å undersøke tidspunkt for ex-dato. Funcom svarte at ex-dato ikke ville bli satt før etter avholdt generalforsamling, og at dette var grunnen til at det ikke var vist til noen dato i meldingen.

Kvelden 27.05.2016 tok Funcom kontakt med Oslo Børs og ba om å få flytte ex-dato tilbake til 26.05.2016. Tirsdag 30.05.2016 sendte Funcom også en skriftlig forespørsel, hvor det ble argumentert med at dette vil være den mest gunstige løsningen for minoritetsaksjonærene. E-postkorrespondansen ble etterfulgt av et telefonmøte mellom Funcom og Oslo Børs. I henhold til LF 3.2 (3) vedrørende informasjonshåndtering i forbindelse med reparasjonsemisjon ville dette vært i strid med Børsens regler, og Funcom fikk derfor beskjed om at dette ikke var en mulighet. Selskapet

landet endelig på å fastsette ex-dato til 01.07.2016, dagen etter selskapets generalforsamling. Dette fikk som nevnt uheldige konsekvenser for emisjonens reparerende effekt.

Børsen har tydelige regler i LF knyttet til nødvendig informasjonsgivning og fastsettelse av ex-dato for gjennomføring av selskapshendelser. Reglene gjelder også for reparasjonsemisjoner, men med noen andre tidsfrister enn øvrige selskapshendelser. Selskaper som planlegger reparasjonsemisjoner må så raskt som mulig etter at beslutning om reparasjonsemisjon er fattet, og senest innen kl. 09.00 børsdagen aksjen handles eksklusiv rettigheten til å delta i reparasjonsemisjonen, offentliggjøre separat melding med aktuelle nøkkeldatoer. Bakgrunn for reglene er at aktørene i markedet og markedsplassen skal få tilgang til tilstrekkelig og rettidig informasjon om selskapshandlinger, for deretter å kunne innrette seg etter informasjonen. I tillegg til å danne grunnlag for korrekt prising av selskapets aksjer ved rettidig og korrekt informasjon av selskapshendelsen, vil andre aktører som clearinghus og back office også ha behov for å motta informasjonen i rett tid.

Når en aksje går ex, vil dette typisk føre til et fall i aksjekursen da rettighetene til å delta i reparasjonsemisjonen har opphørt. Dersom selskapet på dag T+X bestemmer at ex-dato skal settes tilbake til dag T, betyr dette at aksjen har vært feilpriset fram til tidspunkt T+X, og at de som har handlet aksjer i denne perioden har handlet til en feilaktig høy kurs. Dette vil kunne svekke tilliten aktørene har til markedet. Konsekvensene av uklarhet rundt fastsettelse av ex-dato vil ha store ringvirkninger for markedet, både for kursnoteringen, investorer, clearinghus og back office. Feil i forbindelse med dette kan føre til en aksjekurs som ikke er markedsriktig, og videre svekke tilliten til markedet. Oslo Børs var dermed ikke i posisjon til å beslutte at ex-dato skulle flyttes tilbake i tid slik Funcom foreslo.

Problemene rundt fastsettelsen av ex-dato ble en uryddig prosess. Den endelige løsningen med å plassere ex-dato i lang tid etter den private plasseringen var egnet til å redusere den reparerende effekten på reparasjonsemisjonen betraktelig, hvilket var uheldig overfor de aksjonærene som skulle bli kompensert. Børsen er derfor kritisk til hvordan fastsettelse av ex-dato ble håndtert av Selskapet og dets rådgivere.

Dette brevet avslutter Oslo Børs' behandling av saken. Det gjøres oppmerksom på at Oslo Børs kan benytte dette brevet som veiledning til andre markedsaktører ved å innta brevet i børsens publikasjon «Vedtak og uttalelser».

4.2 Likebehandling av obligasjonseiere

4.2.1 Axis Offshore Pte Ltd – Bond issue AXIS01 PRO - Equal treatment (05.12.16)

1 Introduction

This case concerns Axis Offshore Pte Ltd's ("Axis" or the "Company") sale of own bonds with a nominal value of USD 12.3 million to its main shareholders LF Investment Aps ("LFI") and HV IV Invest Sierra Ltd ("Sierra") on 1 July 2016 (the "Shareholder Sales"). On the same date the Company and both Sierra and LFI (collectively referred to as the "Buyers") entered into Put Option Agreements in relation to the Bonds purchased through the Shareholder Sales. The Put Option Agreements granted the Buyers the right to require Axis to buy back the bonds at any time within a six-month period from the purchase date at a price equal to the prevailing market rate agreed between Axis and the Shareholders ("the Put Options"). The bonds in question are listed on Nordic ABM.

Oslo Børs has assessed whether the Shareholder Sales and Put Options represented unjustified differential treatment of bondholders and thus constituted a violation of Section 3.1.1 of the Nordic ABM Rules ("the ABM Rules"). In the event of a breach of the provisions of the ABM Rules, Nordic ABM may sanction the breach by means of public criticism, cf. Section 8.1.

Oslo Børs is of the view that the Shareholder Sales and Put Options constituted a breach of the Company's duty to treat its bondholders on an equal basis, cf. Section 3.1.1. of the ABM Rules. Oslo Børs has attached particular weight to the fact that the transactions were carried out at a point in time when the Company was aware that there were diverging interests between certain significant bondholders and the shareholders regarding a refinancing proposal. The effect of the sales was that the position of the shareholders who supported the refinancing proposal was considerably strengthened at the expense of the bondholders who opposed the refinancing proposal, whose negative controlling interest was diluted as a direct consequence of the transaction. At a bondholders' meeting held on 29 July 2016, four weeks after the Shareholder Sales, the contested refinancing proposal was passed by a small margin of votes.

The factual circumstances and the legal considerations upon which Oslo Børs has based its view are set out below.

2 The Company and the Bond Issue

Axis is a provider of high specification flotels servicing the offshore oil and gas industry. The Company is a joint venture between J. Lauritzen and HitecVision, which are represented by the two shareholders LFI (33%) and Sierra (66%) respectively. The remaining shares, about 1%, are owned by the management of Axis and are non-voting shares. The terms regulating the relationship between Sierra and LFI are set out in a shareholder agreement according to which Sierra and LFI each vote for 50% of the shares, with the Chairman of the Board not having a casting vote.

The Company has one bond issue, AXIS01 PRO (ISIN NO0010699317), listed on Nordic ABM (the "Bonds", each a "Bond"). The Bond was listed on 3 April 2014 with an outstanding nominal amount of USD 60 million. The maturity date of the Bond is 18 May 2018 (the "Maturity Date").

In December 2015 the Company cancelled a nominal USD 12 million of its holding of its own Bonds. Following this cancellation, the nominal amount of the remaining issued and outstanding Bonds in the Company's bond issue was USD 48 million.

3 Factual Background

3.1 The Refinancing Proposal

In the context of a continuing downturn in the offshore accommodation market through spring 2016 and with no new contract secured for the Company's only operating vessel, Dan Swift, following the expiration of a charter contract in July 2016, the Company came up with a proposal of refinancing its

debt in order to improve its liquidity (the "Refinancing Proposal"). The Refinancing Proposal included the following elements:

- (i) New equity from the shareholders amounting to a total of USD 7.5 million, to be paid up semi-annually in four payments from November 2016 to May 2018; and
- (ii) A contribution from the bondholders in the form of substantial amendments to the Bondholder Agreement, including interest on the Bonds being paid in the form of additional Bonds ("PIK interest") starting from December 2016 and continuing up to the Maturity Date, with the payment of the PIK interest in lieu of the cash interest subject to the Company receiving new equity as set out in (i) above prior to the relevant interest payment dates; and certain financial covenants being waived.

The above-mentioned amendments to the Bondholder Agreement required two-thirds of the votes present at the bondholders' meeting to be adopted. The adoption of the Refinancing Proposal and the related amendments to the Bondholder Agreement by the bondholders' meeting were, according to the Company, likely to facilitate negotiations with senior debt lenders about certain "Proposed Senior Amendments", which included the partial deferral of the loan repayment and certain other changes to the KfW facility. The KfW facility is secured by first-priority security over the Company's key assets, i.e. its only operating vessel, Dan Swift, and a 100% guarantee from one of the main shareholders, LFI, or a company affiliated with LFI.

3.2 Contact with larger bondholders regarding the Refinancing Proposal

On 3 May the Company and its legal adviser met with Alfred Berg and Pareto Asset Management ("Pareto") to discuss the Refinancing Proposal, as they were the two largest bondholders that the Company had been able to identify. The subsequent feedback was that neither Alfred Berg nor Pareto supported the proposed amendments to the Bondholder Agreements (Pareto and Alfred Berg are collectively in the following also referred to as the "Opposing Bondholders").

3.3 The Shareholder Sales and the Put Options

On 2 July 2016, the Company disclosed in a stock exchange announcement that it had entered into agreements whereby it had sold own bonds with a nominal value of USD 12.3 million at the prevailing market price. According to the announcement, the agreements included the granting of American put options on the sold Bonds that would expire in six months. The announcement did not disclose the identity of the buyers, the number of buyers, the purchase price, or the Company's holding of own bonds following the sales. As the transaction was carried out bilaterally, it was not reported to Oslo Børs, and consequently the price of the transaction was not made known to other parties through Oslo Børs' distribution systems.

It has later been established that the Bonds were sold by Axis directly to Sierra and LFI in a private bilateral transaction with an approximate 2/3 and 1/3 distribution between the Buyers (in line with the distribution of their shareholdings) at a price of USD 60,000 per Bond, i.e. at 60% of par value.

3.4 The effect of the Shareholder Sales on the bondholder ownership structure

Following the Company's cancellation of its own Bonds in December 2015, and the resulting reduction in the nominal value of the issued and outstanding Bonds from USD 60 million to USD 48 million, the Company continued to buy back its own Bonds during the spring of 2016 up until 29 April. By this point in time the total nominal volume of own Bonds that it held had reached USD 12.3 million. As own bonds have no voting entitlement at bondholders' meetings, the total nominal value

of outstanding “votable” Bonds (“Voting Bonds”) after the Company’s final buy-back on 29 April 2016 and prior to the Shareholder Sales on 1 July 2016 was USD 35.7 million. Following completion of the Shareholder Sale, the total nominal value of Voting Bonds was again USD 48 million.

At the time of the Shareholder Sales, the largest holders of the Company’s bond issue (other than the Company) were the two shareholders Sierra and LFI and the Opposing Bondholders, Alfred Berg and Pareto.

Prior to the Shareholder sales, Sierra and LFI held Bonds with a nominal value of USD 2.6 million and USD 10 million respectively, with their combined holdings representing 35.29% of the Voting Bonds. Following the Shareholder Sale, their holdings together amounted to USD 24.9 million, 51.9% of the Voting Bonds. At the time of the Shareholder Sale, Pareto and Alfred Berg held Bonds with a nominal value of USD 9 million and USD 4.5 million respectively, with their holdings together representing 37.82% of the Voting Bonds. Following the Shareholder Sale, their combined relative holding in the Voting Bonds was diluted down to 28.12%, causing them to lose their negative controlling interest.

The table below illustrates the effect of the Shareholder Sales on the voting share held by the Shareholders and the Opposing Bondholders:

	Prior to the Shareholder Sales	After the Shareholder Sales	Oslo Børs’ comments
Nominal value of Voting Bonds	USD 35.7 million	USD 48 million	Shareholder Sales USD 12.3 million
Relative holding of LFI and Sierra	35.29%	51.87%	
Relative holding of the Opposing Bondholders	37.82%	28.12%	Loss of negative controlling interest

3.5 Summons to a bondholders’ meeting

On 15 July 2016, the Company issued a summons convening a bondholders’ meeting on 29 July 2016 at which the amendments to the Bondholder Agreement required to implement the Refinancing Proposal would be considered. The following was included in the stock exchange announcement issued in connection with the announcement of the bondholders’ meeting:

“The Issuer has been in contact with a number of its key stakeholders and has developed a Refinancing Proposal based on a balanced contribution from all main stakeholders. The Refinancing Proposal aims at creating additional liquidity headroom for the Issuer of up to USD 25 million towards Bond Maturity in May 2018 by way of new equity from shareholders, part deferral of instalments on the senior debt and Payment-In-Kind ('PIK') interest on the Bond Issue. (...) Negotiations with the senior debt lenders will commence after the Bondholders’ Meeting and the adoption of the Refinancing Proposal at the Bondholders' Meeting is likely to facilitate these.”

The announcement also stated that Bondholders holding in excess of 60% of the outstanding Bonds had informed Axis that they intended to vote in favour of the Refinancing Proposal.

3.6 Public dispute between Opposing Bondholders and the Company regarding the Refinancing Proposal

On 20 July 2016 Alfred Berg published a letter on Stamdata on behalf of Bondholders representing USD 13.7 million or 28.5% of the Voting Bonds (later identified as Alfred Berg and Pareto). In the

letter, the Opposing Bondholders declared that they would not vote in favour of the proposed amendments presented in the summons to the bondholders' meeting as the refinancing proposal was *"unbalanced and not a committing proposal"*. The Opposing Bondholders further argued that the *"proposal is in essence a short term solution as the proposal lacks hard commitments from secured creditors and shareholders:*

- *Shareholders: the restructuring plan is constructed such that shareholders in essence have a semi-annual option to withdraw from their longer term funding commitment.*
- *Secured creditors: No condition that the KfW facility will be amended.*

The letter also states that the Opposing Bondholders disapproved of the process leading up to the summons. They argue that *"the sale of own bonds to its shareholders (..) seems to be constructed to force through the proposed amendments and in essence keep Bondholders not being bonds held by Lauritzen or Hitecvision (..) dependent of Shareholders going forward."* They requested that *"the Issuer annul the sale of the bonds to its shareholders and if liquidity is really needed, reoffer the same transaction at the same terms open to the public"*. The Opposing Bondholders also suggested that the Company *"retract the Summons and appoint Fearnley Securities as the bondholders' advisor at the Issuer's expense, and engage into a properly and mannered process with fair treatment across the capital structure based upon a substantiated analysis."*

In a letter from Axis published on Stamdata on 22 July, the Company rejected *"the assertions and speculations contained in the said letter"* and maintained that the Bonds sold in the Shareholder Sales were sold *"at the best possible price based on the factual circumstances present in the market in the common interest of the Company and the bondholders"*.

In the period between 20 July and the bondholders' meeting on 29 July, the ongoing dispute between the Opposing Bondholders, represented by Tom Hestnes from Alfred Berg, and the Company regarding the contested Refinancing Proposal, the Shareholder Sales and the Put Options, was covered in several articles in Dagens Næringsliv and Finansavisen.

Prior to the bondholders' meeting, Nordic Trustee was asked by the Opposing Bondholders to assess whether the Bonds subject to the Shareholder Sales should count as Issuer's Bonds, which would mean that they would have no voting entitlement at the bondholders' meeting. The Trustee decided, in accordance with a legal opinion provided by an external adviser on the matter, that the Shareholder Sales were genuine transactions and could not be considered pro-forma transactions carried out for the purpose of circumventing the voting restrictions on Issuer's Bonds in the Bondholder Agreement, and that consequently the Bonds would have a voting entitlement.

3.7 Transactions carried out in the period between the Shareholder Sales and the bondholders' meeting

Between 1 January 2016 and the Shareholder Sales, a total of nine transactions in the Bond were reported to Oslo Børs with a total value of USD 11.6 million, and for the majority of this amount the Company was the buyer. The average price of the bonds traded in this period was 55%.

Between the Shareholder Sales that took place on 1 July and the bondholders' meeting on 29 July, there were seven reported trades with a total volume of USD 7.6 million.

Three of these trades, which had a total volume of USD 6.2 million and were made at a price of around 60% of par value, took place on Monday 11 July and Wednesday 13 July. On Friday 15 July the Company issued the summons to the bondholders' meeting, according to which *"Bondholders holding in excess of 60% of the outstanding Bonds had informed Axis that they intended to vote in favor of the Refinancing Proposal."*

The week following the Friday on which the Company issued the summons, two acquisitions were made by Alfred Berg, specifically on 20 July and 25 July for USD 0.2 million and 0.3 million respectively, at a price of 60.50% of par value.

Finally, two trades with total volumes of USD 0.5 million and USD 0.4 million were made on 27 and 28 July respectively, i.e. on the two days immediately prior to the bondholders' meeting, at a price of 85% of par value.

Immediately after the Shareholder Sale, the shareholders' holdings amounted to USD 24.9 million in aggregate, representing 51.9% of the outstanding bonds. According to the Company, the shareholders bought Bonds with a nominal value of USD 7.1 million following the Shareholder Sales and before the bondholders' meeting. This gave the Shareholders 66.67% of the votes and enabled them to enact changes to the Bondholder Agreement on their own. Against this background, it is likely that either Sierra or LFI was the buyer in the three transactions that took place in the days prior to the summons to the bondholders' meeting being issued, as well as in both the transactions that were carried out immediately prior to the bondholders' meeting, at the price of 85% of par value.

The table below summarizes all the transactions reported to Oslo Børs in the period between the Shareholder Sales and the bondholders' meeting, who the buyers are assumed to be and Oslo Børs' estimate of the increase in their holdings, based on the information provided.

Date	1 July	11–13 July	15 July	20-25 July	27-28 July	29 July
Event	Shareholder sales	Trades	Summons to bondholders' meeting	Trades	Trades	Bondholders' meeting
Volume (USD millions)	12.3	6.2		0.5	0.9	
Price*	60.0%	59.8%		59.8%	85.0%	
Buyer	Shareholders	Shareholders		Opposing Bondholders	Shareholders	
Shareholders' bondholding	51.9%	64.8%	64.8%	64.8%	66.7%	66.7%
Opposing bondholding	28.1%	28.1%	28.1%	29.2%	29.2%	29.2%

* Average price when more than one trade. Based on broker reporting to Oslo Børs.

3.8 The adoption of the Refinancing Proposal by the bondholders' meeting

The bondholders' meeting was held on 29 July 2016 and the proposed resolution regarding the Refinancing Proposal was passed by the bondholders' meeting, with 68.2% of votes cast in favour of the proposal.

4 Oslo Børs' investigation

On 20 July 2016 Oslo Børs was contacted by the Opposing Bondholders who argued that the Shareholder Sales and the Put Options represented a violation of the equal treatment rule. On 22 July 2016 Oslo Børs initiated a preliminary investigation by submitting to the Company a request for information about the consideration paid for the Bonds, the conditions for the Put Options, whether any effort had been made to sell the USD 12.3 million block in the open market, and a description of the liquidity situation at the Company. Oslo Børs received the Company's response to its request on 27 July. Oslo Børs has since this date sent two further requests dated 29 July and 30 August asking for

documents and information about the factual circumstances and the Company's assessment of the Shareholder Sales and Put Options in relation to the equal treatment rule. The Company has responded to these requests in letters dated 2 August and 12 September. A meeting between the Company's legal advisers and Oslo Børs was held on 5 September 2016 to discuss the factual circumstances and the equal treatment rule in the context of the transaction at issue. On 4 November Oslo Børs notified the Company that it might sanction it by means of public criticism, cf. Section 8.1 of the ABM Rules, at which time it also explained the grounds on which its preliminary view was based. The Company submitted its comments in response to Oslo Børs' notification on 21 November, which was within the deadline set by Oslo Børs.

On 16 September Oslo Børs contacted the Opposing Bondholders to confirm their holdings prior to the Shareholder Sales, in order to establish if there had been any changes to their holdings prior to the bondholders' meeting and to request supporting documentation. On 30 September 2016 Oslo Børs contacted the Opposing Bondholders to allow them to comment on the Company's description of the dialogue between the Opposing Bondholders and the Company prior to the Shareholder Sales.

5 Legal Background

5.1 General

The ABM Rules at Section 3.1.1 state:

- (1) *"Borrowers of bonds listed on Nordic ABM shall treat holders of their bonds on an equal basis. The borrower must not expose holders of its bonds to differential treatment that lacks a factual basis in the common interest of the borrower and the bondholders."*
- (2) *"In connection with the trading or issuance of bonds or rights to such bonds, the borrower's corporate bodies, officers or senior employees must not adopt measures which may tend to give themselves, individual owners of bonds or third parties an unfair advantage at the expense of other holders or the borrower. The same applies in respect of the trading or issuance of bonds or rights to such bonds in the group to which the borrower belongs."*

The equal treatment rule is an important continuing obligation that has been included in all the various rule books applicable to issuers of shares and bonds listed on Oslo Børs, Oslo Axess, Nordic ABM and Merkur Market. It reflects the well-established principle of equal treatment of holders of securities set forth in Section 5-14 of the Securities Trading Act (the "STA"). Oslo Børs issued a circular on the equal treatment rule in 2014, Circular 2/2014, in which it addresses a number of themes related to the content and the scope of the duty that issuers have to treat investors on an equal basis. The circular was issued as part of Oslo Børs' efforts to create greater awareness in the market of the equal treatment rule and to signal that Oslo Børs was to intensify its follow up of issuers' compliance with the rule.

As set out in the Circular, the first and second paragraphs of the rule must be considered in combination, and the starting point is an assessment of whether measures have been adopted that may tend to result in differential treatment of bondholders or to confirm a benefit for one or more bondholders or other parties at the expense of the borrower or of other bondholders. If this is the case, it will also be necessary to assess whether the assumptions on which the decision has been made have a factual basis, i.e. whether they have a *"factual basis in the common interest of the borrower and the bondholders"*.

The question of *"interest"* depends on the nature of the financial instruments to which the measures that are adopted relate. It is in the common interest of an issuer and its bondholders to comply with the terms and conditions of the bondholder agreement; the issuer's ability to comply with the terms

and conditions of the bonds and its reputation with regard to the treatment of its bondholders in general may influence its future capacity to raise funding in the debt capital markets. This duty under the equal treatment rule to act in accordance with the interest of the issuer and the bondholders also applies to issuers in financial distress. In Oslo Børs' opinion this means that issuers have an obligation to respect the common interests of the bondholders when engaging in refinancing measures which may alter the terms and conditions of the bonds relative to the time when they were issued and to respect bondholders' right to accept or reject any such alterations in accordance with the voting mechanisms set forth in the Bondholder Agreement.

Furthermore, as the equal treatment rule also extends to unreasonable advantages that benefit third parties, it means that companies are not permitted to adopt measures that are likely to confer an unreasonable advantage upon other stakeholders, including shareholders, at the expense of the bondholders. This further implies that issuers may have to pay particular attention to their duties under the equal treatment rule when facing financial difficulties, as financial distress may increase the probability of shareholders and bondholders having conflicting interests.

As set out in Circular 2/2014, the requirement for factual justification under the equal treatment rule applies more strictly when a measure is adopted that i) leads to a change in the balance of power between bondholders, ii) results in a transfer of economic value, or iii) involves differential treatment of existing bondholders. Stricter application of the criteria for there to be a factual basis in the above-mentioned situations involves evaluating more strictly the benefit that it is anticipated that the transaction will create for the company and the bondholders and also requires alternative decisions to be more rigorously evaluated.

It is the responsibility of issuers to ensure that there is sufficient evidence of the satisfactory factual basis for any given measure. A breach of the equal treatment rule set out in Section 3.1.1 of the ABM Rules may be sanctioned by means of public criticism, cf. the ABM Rules, Section 8.1.

6 The Company's arguments

In summary the Company argued as follows:

On the Company's financial situation and refinancing efforts:

The Transaction must be assessed in the context of Axis' challenging financial situation and its efforts to refinance its debt in order to improve its liquidity. Its liquidity at the end of 2016, excluding any refinancing and the bond sale/put options (assuming the bond sale and the put options had a neutral effect), would be about USD 7 million if nothing was done to improve liquidity. All things equal, the company would run out of cash in early 2017, and would risk breaching the financial covenants of its KfW facility and the Bondholder Agreement.

Under its KfW facility, Axis had one instalment plus interest totalling about USD 9 million falling due in early November 2016, constituting a significant drain on liquidity at this point. In order to be refinanced effectively Axis needed to reach a solution with its debt lenders before this next instalment. Negotiations with senior debt lenders were expected to take several months, making the timeline very challenging. Negotiations with senior debt lenders were, however, put on hold in anticipation of a positive outcome of the bondholders' meeting on 29 July 2016, which senior debt lenders had indicated would "facilitate" negotiations on senior debt deferrals.

The Company argues that the Refinancing Proposal is based on all stakeholders sharing the burden fairly, in particular the secured and unsecured creditors. The proposal is structured such that the shareholders making their contribution is a precondition for the bondholders to make their

contribution, with the shareholders' contribution being more significant than the bondholders' contribution. The Bonds would have to yield 38% p.a. until maturity in May 2018 before the shareholders would receive any part of their new equity back.

(...)

On the motivation for the Shareholder Sales and the Put Options

In a letter of 27 July 2016 the Company stated that the main rationale for selling the bonds with the Put Options was as follows:

- (i) The sale and the put options enhanced its negotiating position in relation to the senior lenders regarding some specific changes to the senior financing and increased the shareholders' willingness to support the Company both in terms of liquidity and eventually equity,
- (ii) Non-completion of the changes to the bondholder agreement was negative for Axis' financial position and detrimental to the bondholders in general.
- (iii) The sale with the put options provided a hedge against falling bond market prices for the bonds
- (iv) The potential liability under the put options could be managed by Axis financially over the duration of the put period, and
- (v) In the prevailing market conditions, Axis obtained the best possible price for the block sale.

(...)

In the same letter Axis added that the Shareholder Sales were made in order to raise much needed liquidity. It further pointed out that *"keeping the Bonds was clearly not an option. This would leave the company in a financial situation which quickly would become unsustainable. With the stressed liquidity situation of the company, a large speculative exposure to the price of the Bonds would not be financially prudent."*

No differential Treatment

According to the Company, the Shareholder Sales and the Put Options did not, and were not likely to, constitute differential treatment of bondholders. Neither did they confer a benefit on the shareholders at the expense of other bondholders or Axis.

The sale of own bonds to one bondholder cannot by itself constitute differential treatment for the purposes of the provision. An offer directed at one individual bondholder does not generally provide that bondholder with any relevant advantage, as other bondholders are free to purchase bonds from other bondholders in the open market. What must be considered instead is whether the sale entailed a transfer of value from the issuer by means of a discounted price, or whether the sale entailed a change of control by allowing the purchaser to cross a voting requirement threshold.

The Shareholder Sales did not entail a transfer of value from Axis to the purchasers as the sales were made at or above the prevailing market price at the time. Based on previously reported trades in the Bond in 2016, the agreed price of 60% of par value was equivalent to or higher than the market price at the time. The acquisition of Bonds for 85.5% of par value made by one of the Shareholders subsequent to the Shareholder Sales is not comparable to the Shareholder Sales and does not reflect the market price of the Bonds; the transaction involved a small volume and was carried out in close proximity to the bondholder's meeting on 29 July 2016 at which two contested proposals were being voted on. The prospect of this portion being decisive for the outcome of the vote is likely to have

driven the price upwards. The sale was made after a competitive bidding process, and, as far as Axis is aware, Alfred Berg was involved with competing bids, thereby driving the price up to 85.5%.

Similarly, the Put Options did not entail a transfer of value from Axis to the purchasers, as the purchasers paid a fair market price for the Put Options. According to the Company, both Sierra and LFI paid an option price for their Put Option. The price of the Put Options reflects the market price for such obligations, and was calculated based on a comparable transaction.

Moreover, the Shareholder Sales did not entail the purchasers' holdings of Bonds crossing the threshold for enacting amendments to the Bondholder Agreement. After the Shareholder Sales, the two purchasers only held in aggregate USD 24.9 million, which represents 51.9% of the Voting Bonds, well below the 2/3 required to enact the proposed amendments to the Bondholder Agreement. They only achieved a 2/3 majority after making several subsequent purchases with a nominal value of USD 7.1 million. The Bonds subsequently purchased were available to other bondholders as well, including Alfred Berg and Pareto.

The Put Options were relevant to LFI and Sierra as Axis' shareholders, as they would strengthen their and the Company's position in the negotiations with the senior lenders. For Axis the Put Options represent an advantage, as they strengthen the Company's negotiating position, and Axis additionally received a cash consideration at market terms for issuing the Put Options. The Put Options do not affect the bondholders, and it would not have served any purpose for the Company to offer the Put Options to bondholders other than the shareholders.

The Measures have a Factual and Defensible Basis

Even if the Shareholder Sales and/or the Put Options were found to constitute differential treatment, they have a factual and defensible basis. Axis' financial position requires action, both to improve its liquidity in the short term and to put the Company in a position to refinance its debt. The Shareholder Sales and the Put Options are necessary measures adopted by Axis to achieve this.

Axis had no viable alternatives to the Shareholder Sales and the Put Options. Based on its close monitoring of the market, the lack of trading activity, contact with the brokers that had conducted transactions in Axis' bonds, meetings with the main identifiable bondholders, the spread of the bond holdings and the limited free float in the bonds, Axis concluded that offering the own Bonds in the open market by means of a competitive auction was not a realistic option. Both Alfred Berg and Pareto had prior to the sale explicitly stated that they did not support Axis' proposed restructuring, including for reasons that were not related to the contents of the proposal. Offering the bonds to Alfred Berg and Pareto would therefore be directly disruptive to the Company and detrimental to the objective of achieving a negotiated restructuring with all the stakeholders. The Buyers, on the other hand, had expressed a positive view of the Company's restructuring efforts, although the sale was made without any voting obligation.

Flawed application of the equal treatment rule to issuers of bonds

In its letter of 21 November the Company raised certain additional arguments related to Oslo Børs' application of the equal treatment rule to issuers of bonds. The Company argues inter alia that Oslo Børs has misapplied the provisions by applying the equal treatment principle more strictly in relation to bonds than shares, and by applying a too narrow understanding of what is in the common interest of the Company and the bondholders. More detail on and discussion of the Company's arguments in this area are provided in section 8 below in connection with Oslo Børs' assessment of the matter.

7 The Opposing Bondholders' arguments

7.1 The Shareholder Sales and the Put Options constitute a violation of the equal treatment rule

The Opposing Bondholders argue that the Company's carrying out the Shareholder Sales and its issuance of the Put Options constitute a violation of the equal treatment rule. The Opposing Bondholders are of the view that the motivation behind the Shareholder Sales was to force through amendments to the Bondholder Agreement which were not in the common interest of the bondholders by diluting the negative voting interest of the Opposing Bondholders. According to the Opposing Bondholders, the Company was informed of their negative controlling interest prior to the Shareholder Sales, meaning that, if the Company's main motivation for the Transaction was to improve liquidity, it should have known that the Opposing Bondholders would have been very willing to pay for the Bonds in order to avoid their negative controlling interest being diluted. The value of the negative controlling interest, particularly the marginal voting rights associated with such a position, is high, as can be seen from the pricing of the Bonds at 85% of par value in the transactions that were made in close proximity to the bondholders' meeting.

7.2 The Opposing Bondholders' account of their communication with the Company regarding the Refinancing Proposal

- The Opposing Bondholders had no reason to assume that Axis was not in a financially solid position at the time of the meeting on 3 May in view of its recent communication in its annual report regarding the cash resources it had available and its recent and substantial buy-back of bonds. In the view of the Opposing Bondholders, a financially distressed Company would not carry out such bond buy-backs, as this could be seen as unfair treatment of creditors.
- Market practice in restructurings would have been to present the creditors with a substantiated analysis of the Company's liquidity and financial position and documentation of the need for creditors to make a contribution. Axis had no financial advisor and could not refer to any such analysis. With regard to the recent buy-back activity, the Opposing Bondholders found it illogical to request substantial amendments to the Bondholder Agreement by reference to a need for improved liquidity given that sufficient liquidity for the next twelve months had recently been confirmed.
- Regarding the reference to Prosafe, Alfred Berg argues that in its opinion the Company's request could be seen as a possible attempt to exploit a turbulent market in order to force through changes to the bondholder agreements that would be advantageous to the Company/other stakeholders going forward. In Alfred Berg's opinion this was what one of Axis' main shareholders was aiming to do in the restructuring of Prosafe, a process which Alfred Berg was also involved in at the time. Although Alfred Berg in this context may have mentioned that it would wait and see how this shareholder would proceed in the Prosafe case, this was clearly not the main message. The main message for the Company was for it to come back with substantiated analysis, which it never did.
- Alfred Berg also gave the feedback that until the Company could present a proper analysis substantiating the need for a contribution from the bondholders, it would only accept a redemption of the Bonds funded by the main shareholders, who were also substantial bondholders. Alfred Berg's point was that the main shareholders' buy-out of external bondholders could be adequate and in the larger context might represent a smaller investment in order to take the Company out of the capital market.
- In addition to the above account, Pareto explained that its decision on whether to support the restructuring efforts was put on hold due to other ongoing restructuring processes, and because it failed to see the urgency of getting the amendments approved in view of, inter alia, the Company's lack of progress in its negotiations with the senior debt lenders. Thus, it

is not correct that Pareto left the handling of the matter to Alfred Berg. It is common procedure for bondholders with coinciding interests to coordinate their actions and feedback.

- The summons to the bondholders' meeting referred to an information meeting held on 8 June. However, the Company did not publish an invitation to this meeting on Stamdata and the Opposing Bondholders were not invited to take part in the call. The Opposing Bondholders question in critical terms the motivation for not inviting them given their significant holding and the controversy surrounding the proposed restructuring.
- Due to the Company not providing the Opposing Bondholders with sufficient information, the Opposing Bondholders nominated Fearnley Securities as their advisor (to be paid for by the Company) to assist them with evaluating the proposed potential restructuring. The Company was contacted by Fearnley Securities over the weekend 8-10 July. On Monday 11 July, the Company's shareholders started buying Bonds actively in the market and on 14 July the Company rejected the Bondholders' advisor and issued the summons to the bondholders' meeting.

8 Oslo Børs' assessment

8.1 General comments on the application of the equal treatment rule to issuers of bonds

A brief account of the duty to treat bondholders on an equal basis is provided above in section 5, which includes a general description of the content and the scope of the rule and Oslo Børs' interpretation of what is in the common interests of borrowers and bondholders. Oslo Børs' assessment of whether the Shareholder Sales and Put Options constituted a breach of the equal treatment rule is included in section 8.2 below. Prior to this, Oslo Børs addresses in section 8.1.1 some of the arguments put forward by the Company in relation to its application of the equal treatment rule to issuers of bonds in general.

8.1.1. The common interest of the bondholders

The Company has argued that Oslo Børs has misapplied the equal treatment rule, as Oslo Børs seems to apply the principle more strictly for bonds than for shares, contrary to the legislative history of the provision. The Company claims that Oslo Børs' understanding of the "common interest" of borrowers and bondholders is too narrow, as mentioned in section 5 above. While the Company agrees that it is in the common interest of a borrower and its bondholders to comply with the terms and conditions of the Bondholder Agreement, the Company is of the view that the overriding common interest must be ensuring that the issuer is able to repay the loan at the maturity date. The Company further argues that it is for a borrower's board of directors, not the bondholders or a meeting of bondholders, to decide on what steps are necessary to protect the company's financial position, and that the borrower must be able to exercise a significant degree of judgement when assessing and making decisions intended to protect its financial position and to secure its continuing existence. As long as such decisions are based on valid reasons, the balance of interests must as a clear general rule be up to the company.

Oslo Børs appreciates that issuers need to have a degree of judgement with regard to assessing the existence of commercial or financial reasons which could justify their deviating from the duty to treat all bondholders equally. It is for this reason that, when dealing with cases relating to the equal treatment rule, Oslo Børs consistently takes the approach of not seeking to re-examine companies' assessments of what constitutes a reasonable and factual basis for differential treatment, and only acts in cases where differential treatment clearly lacks a factual basis, is grossly unreasonable or has been carried out without proper consideration of the circumstances. It should be noted in this

context, however, that the extent of the degree of judgement that issuers have and, equally, the threshold for Oslo Børs' to re-examine issuers' assessments will vary depending on the nature and extent of the differential treatment. As set out in Circular 2/2014, the requirement for factual justification pursuant to the equal treatment rule applies more strictly, i.e. the issuer's scope for judgement becomes smaller, when a measure is adopted that i) leads to a change in the balance of power between bondholders, ii) results in a transfer of economic value, or iii) involves differential treatment of existing bondholders.

Furthermore, it is Oslo Børs' view that the Company's arguments above disregard certain special features of the relationship between borrowers and bondholders that are not irrelevant when applying the equal treatment rule to issuers of bonds, particularly in this case where the buyers of the Bonds were also the two main shareholders in the borrower. There is an inherent risk of conflicts of interest between shareholders and bondholders when an issuer is facing financial distress and a bond is at risk of not being fully repaid. This in itself may influence the extent to which the bondholders can trust that the measures adopted by the management or the shareholder-elected board of directors take into account the interests of the bondholders to a sufficient extent. Furthermore, while financial recovery certainly is in the common interest of the borrower and the bondholders, there may be different opinions on how to achieve this and on the sacrifices that each stakeholder needs to make. It is for these reasons that Oslo Børs has emphasised the importance of respecting the voting mechanisms set out in the Bondholder Agreement and the bondholders' meeting as the right forum for making the final decision as to whether or not amendments to the Bondholder Agreement are acceptable. This is also important given that individual bondholders have by accepting the Bondholder Agreement waived their right to take action directly with the issuer and to institute legal proceedings against the issuer of their own accord.

While it is only natural for assessments about the interests of an issuer of a financial instrument and its holders to vary according to the specific features of the financial instrument in question, this does not necessarily mean that Oslo Børs' application of the equal treatment rule is stricter for bonds than for shares. Oslo Børs has on previous occasions criticized private placements made in close proximity to general meetings when such placements have had the effect of strengthening the voting position of the subscribing shareholder at the expense of other shareholders, cf. Songa Offshore SE (Decisions and statements 2014 p.55, where Oslo Børs emphasized that the transaction implied a disregard for the protection of minority shareholder rights included in the applicable company law and procedures) and, more recently, Birdstep Technology ASA (Oslo Børs' letter of 7th June 2016).

Furthermore, Oslo Børs has on two occasions sanctioned by means of fines violations of the equal treatment rule in cases where issuers have taken defensive measures in the form of private placements or acquisitions of own shares to support an existing controlling shareholder in its efforts to retain control, cf. Choice (Decisions and Statements 2003 p. 78) and Opticom (Decisions and Statements 2006 p.53). Thus, Oslo Børs does not agree with the Company's statement that it is *"widely accepted that an issuer of shares may be entitled to take extraordinary measures in extraordinary situations, such as a private placement for a 'white knight' to fend off a hostile takeover"*. The cases mentioned illustrate that measures adopted by a company's board of directors or management that affect the balance of power between shareholders, especially in situations where there is a battle for control, would rarely be acceptable under the equal treatment rule.

8.1.2 The Nordic ABM Rules and how they relate to the terms of the Bondholder Agreement and the authority of the trustee

The Company has further argued that Oslo Børs overstepped its authority by, in reality, re-examining the decisions made by the Bond Trustee and the regulations in the Bondholder Agreement, thereby undermining the authority of the Bond Trustee and the Bondholder Agreement. The Company refers

to the assessment made by the Bond Trustee according to which the Bonds acquired in the Shareholder Sales could not be considered as Issuer's Bonds, cf. section 3.6 above, and to Clause 12 of the Bondholder Agreement, which allows the Issuer to sell own Bonds. The Company points out that the rights and obligations of the bondholders and the issuer in the bond market are regulated in detail by the Bondholder Agreement and supervised by the Bond Trustee. Consequently, there is little need and little room for developing additional rights and obligations outside the scope of the Bondholder Agreement.

The STA sets out general rules of conduct, information requirements and provisions on equal treatment which apply to financial instruments in general, including bonds. The Stock Exchange Act stipulates that a regulated market shall have rules for the admission of bonds to listing and shall ensure that issuers that are admitted to listing comply with their obligations pursuant to Chapters 5 and 7 of the STA. The main purpose of the STA, the Stock Exchange Act and Oslo Børs' issuer rules is to lay the basis for secure, orderly and efficient markets. Nordic ABM is not a regulated market and hence falls outside the scope of the STA and the Stock Exchange Act. However, in order to safeguard the quality and efficiency of this market place, the continuing obligations in the ABM rules are largely the same as those that apply to issuers with bonds listed on Oslo Børs.

The equal treatment rule is reflected in all the various rule books applicable to issuers with transferable securities listed on Oslo Børs' market places. Issuers with securities listed on regulated markets are also subject to this obligation due to Section 5-14 of the STA. Equal treatment is considered a fundamental principle in Norwegian securities legislation in that it provides protection for minority interests. Effective protection for minority interests plays a central role in facilitating efficient and trustworthy markets for securities trading.

When an issuer of bonds applies for listing it also agrees to comply with the market place's rules and regulations. These rules apply independently of whether such regulations are covered by a bondholder agreement. A bondholder agreement is a private agreement between a borrower and its bondholders, and its content is beyond Oslo Børs' control. It is not correct to state that Oslo Børs approves bondholder agreements or templates for such agreements. Oslo Børs does in connection with the listing process review whether the financial instruments are eligible for trading and whether there are circumstances that may impede the issuer's ability to comply with applicable rules and regulations. Consequently, if the Bondholder Agreement in question had contained provisions which prevented Oslo Børs from enforcing the equal treatment rule set forth in section 3.1.1. of the ABM Rules, the Bond would not have been accepted for listing. Accordingly, while a bondholder agreement may regulate whether a borrower is allowed to trade in own bonds, such trading will have to take place in compliance with the equal treatment rule.

Finally, Oslo Børs cannot see how its assessment of whether the Shareholder Sales constituted a breach of the equal treatment rule undermines the assessment made by Nordic Trustee of whether or not the Bonds sold in the Shareholder Sales had a voting entitlement, as the basis for these assessments is not the same. The issue requiring assessment in relation to the equal treatment rule is not whether the Shareholders Sales represent pro-forma transactions such that the Bonds that were sold have to be considered as "Issuer's Bonds" according to the Bondholder Agreement. The issue is rather whether the Company's decision to conduct the Shareholder Sales and to issue the Put Options constituted differential treatment of bondholders and, if this is the case, whether such differential treatment of bondholders had a factual basis in the common interest of the Company and the bondholders. The rationale for selling the Bonds and for issuing the Put Options to the Shareholders, and for not offering such Bonds to other bondholders, constitutes part of this assessment.

8.2 Did the Shareholder Sales and the Put Options constitute differential treatment of the bondholders?

The Company has argued that a sale of own bonds to one bondholder cannot in itself constitute differential treatment for the purpose of the provision. An offer directed at one individual bondholder does not generally provide that bondholder with any relevant advantage, as other bondholders are free to purchase bonds from other bondholders in the open market. Instead, what must be considered is whether the sale entailed a transfer of value from the issuer by way of a discounted price or whether the sale entailed a change of control by allowing the purchaser to cross a voting requirement threshold. The Company argues that the Shareholder Sales did not transfer value from Axis to the purchasers as the sale was made at or above the prevailing market price at the time. Moreover, the Shareholder Sales did not entail the purchasers' holdings of Bonds crossing the threshold for enacting amendments to the Bondholder Agreement.

In Oslo Børs' opinion, assessing whether an issuer's sale of own bonds to selected bondholders constitutes differential treatment in the context of the equal treatment rule cannot be narrowed down to whether the sale was made at a price equal to other transactions at the time or entailed a change of control by allowing the purchaser to cross a voting requirement threshold. The question is more complex and, furthermore, depends on several other factors, including, inter alia, the volume of own bonds sold, the bonds' liquidity and distribution (i.e. the amount of bonds available in the open market and how they are dispersed among bondholders), and whether the sale entails a change in the balance of power as a consequence of its dilutive effect.

The size of the transaction, i.e. the nominal amount of own bonds sold, as well as the bonds' liquidity and distribution are all factors that are likely to affect other bondholders' ability to acquire on equal terms in the open market the amount of bonds they require to avoid dilution. Other circumstances, such as a battle for control or voting interests in relation to a contested proposal as in the case under discussion, are also likely to influence this ability, as they can potentially drive up the price of bonds.

In the context of bonds, a lack of transparency with regard to ownership, controlling positions and, on occasions, price also affects the ability of bondholders to evaluate the effect of an issuer's sale of own bonds and consequently whether they can reverse any disadvantageous effect on equal terms. In the present case, for example, other bondholders were not informed of the identity or number of buyers, nor of the price of the own bonds sold. Uncertainty relating to the distribution of ownership may also make it more difficult for an issuer to assess the effect of selling own bonds and the extent that doing so will alter the balance of power. In Oslo Børs' view, these features of the bond market mean issuers need to pay increased attention to the potential effect of any sale on existing bondholders.

A dilution of voting interests resulting from an issuer selling own bonds represents a disadvantage for the minority bondholder or bondholder(s) concerned. The extent to which a minority bondholder will be able to reverse such a disadvantage by making acquisitions on equal terms in the open market will depend on the factors and circumstances described above. It is worth noting that it is the circumstances as they exist at the time that a given measure is decided upon that are relevant in the context of the equal treatment rule, c.f. Section 3.1.1 second paragraph, which states that issuers cannot adopt measures likely to confer on individual bondholders or third parties an unfair advantage at the expense of other bondholders.

The Shareholder Sales

The nominal value of the Bonds in the Shareholder Sales represented approximately 25% of the total outstanding volume of the bond issue at the time.

As it had been buying back its own Bonds over a sustained period of time, the Company had closely followed the market for its Bond and had been in regular contact with the main identifiable bondholders and brokers. On the basis of its observations, Axis was of the understanding that there was a limited “free float” in the Bond (i.e. the number of bonds held by parties other than Axis, the shareholders or entities related to the shareholders, and bondholders unrelated to Axis that did not have an interest in buying or selling). According to an estimate provided by the Company, the composition of Bonds not held by Axis, the Shareholders, Pareto, Alfred Berg or bondholders without an interest in buying or selling prior to the Shareholder Sales, was a total of USD 6.9 million and was likely to be held by smaller investors. The Bonds were also illiquid. According to the Company, the reported market activity in 2016 until the Shareholder Sales, excluding transactions in which Axis was involved, comprised a nominal volume of only USD 3.3 million and took place on four reported transaction dates.

According to Alfred Berg, the Company/its advisors were provided with information about the Opposing Bondholders’ minority blocking position prior to the Shareholder Sales. The Opposing Bondholders appear not to have had any particular motivation or interest in keeping their positions confidential, and moreover disclosed their holdings to the press following the Shareholder Sales and also in the public letter dated 20 July. Nevertheless, the Company has maintained that it was not aware that Alfred Berg and Pareto held a one-third blocking minority prior to the Shareholder Sales.

Irrespective of whether Axis should have known about the minority blocking position of Alfred Berg and Pareto prior to the Shareholder Sales, it must have been clear to the Company that the direct effect of the sale would be that the position of the shareholders/bondholders who supported the refinancing proposal would be considerably stronger due to a substantial increase in their voting interest, and that this would be at the expense of other bondholders, including those who opposed the proposal, who would have their voting rights diluted.

The composition of the ownership structure of the Bond, its limited free float and its illiquidity indicated that it would not necessarily be possible for holders to reverse the dilution of voting interests caused by the Shareholder Sales through acquisitions of Bonds in the open market on the same terms. The lack of transparency about the buyers and the price of the Shareholder Sales made it more difficult for other bondholders to immediately assess the effect of the transaction. Furthermore, the existence of diverging interests between the Company’s bondholders could potentially lead to a battle for control between the Buyers on the one hand and the Opposing Bondholders on the other, which would drive up the price of the limited amount of bonds for sale in the market.

The Company has argued that the fact that Alfred Berg’s response to the refinancing proposal presented to it in early May included a request for the Bonds to be redeemed at 85% of par value indicated that the Opposing Bondholders had no interest in buying at the time of the Shareholder Sales. However, a party’s interest in buying or selling will depend on the circumstances. In Oslo Børs’ view, it appears unreasonable to derive from the above-mentioned request that the Opposing Bondholders would not be interested in buying bonds if such an acquisition would be necessary to prevent a dilution to their voting rights, particularly considering the circumstances at the time, which included an impending bondholders’ meeting at which a contested refinancing proposal was to be voted on.

Based on the above, it is Oslo Børs’ opinion that, considering the amount of the issuer’s own Bonds sold, the illiquid market for the Bonds at the time and the Company’s knowledge about the existing diverging interests between various bondholders, the Shareholder Sales constituted differential treatment pursuant to the equal treatment rule.

The Put Options

The Company has argued that the Put Options did not constitute differential treatment of bondholders as they did not affect the other bondholders, and that it would not have served the Company's interest to offer Put Options to bondholders other than the shareholders. According to the Company, the Put Options were only relevant to the shareholders as they would strengthen their and the Company's position in the negotiations with the senior lenders.

At the same time, the Company has pointed out that the Shareholder Sales and the Put Options were not pro-forma transactions and were made on arm's length market terms. Axis has further stated that it *"can honour the Put Options even if the market price of the Bonds in the meantime increase to 100"*, and that *"it intends to keep the proceeds received from the USD 12.3 million sale readily available during the option period and does not foresee any need to utilise the proceeds in the period"*. Oslo Børs has received a copy of the Put Options agreement. There is nothing in the terms and conditions of the Put Options that restricts or makes conditional the right to exercise the Put Options as the Buyers deem appropriate.

Based on the above, Oslo Børs has no reason to assume the Put Options issued in connection with the sale could not be exercised as set forth in the Put Options Agreements, and consequently they did have a value to the purchasing bondholders since they reduced the purchasers' risk of being locked in with a significant number of Bonds in an illiquid market. Thus, it is the opinion of Oslo Børs that the Put Options linked to the Shareholder Sales made the differential treatment that the sales represented more substantial.

8.3 To what extent does the differential treatment of bondholders that the Shareholder Sales and Put Options represented have a factual basis in the common interest of the Company and the bondholders?

According to Axis in a letter to Oslo Børs dated 27 July, the main reasons for selling the Bonds with the Put Options to its main shareholders included the following:

- *"The sale and the put options enhanced the negotiation position in relation to the senior lenders in certain changes to the senior financing and increased the shareholders' willingness to support the Company both by way of liquidity and eventually equity,*
- *Non-completion of the changes to the bond agreement was negative for Axis' financial position and detrimental to bondholders in general."*

Axis has in a letter dated 12 September further emphasised that the Shareholder Sales were carried out in order to raise much needed liquidity.

The Company has submitted to Oslo Børs an email dated 2 May (the day prior to the meeting with Alfred Berg) that includes an overview of the identity and expected holdings of each known bondholder. The overview also includes a detailed account of how many bonds the two shareholders will have to buy to increase their holdings to 66.7 % assuming i) Axis keeps its own holdings (and cannot vote) or ii) the shareholders buy Axis' holding.

In an email dated 27 May sent by the Company's CFO, it is stated that Alfred Berg is expected to vote against the refinancing proposal and that there is a risk that it might attempt to gather a blocking minority. It is pointed out that the main outstanding point is the PIK interest. The email also states that the Company nevertheless has asked its legal adviser to draft the summons and the proposed amendments to the Bondholder Agreement, with on or around 20th June set as the target date for the bondholders' meeting.

The minutes from a meeting of the Board of Directors on 1 July 2016 contain the following description of the dialogue with bondholders regarding the Restructuring Proposal: *"The dialogue with the key bondholders is continuing. Few however display any detailed interest. Current plan includes a bondholders' meeting in mid-July with a prior second information meeting."*

The above is followed by item 4 *"Sale of Own Bonds and Option Agreement"*, under which it is stated that: *"The Company had discussed with the shareholders the possibility to receive further support. HH referred to the annexed extract of the resolutions for further details and JKR motivated the resolutions as being in the best interest of the Company."*

The attached extract from the resolutions regarding the Shareholder Sales and the Put Option contains the following statement *"Background: The Company has over a certain period of time acquired bonds issued by the Company ("Own Bonds"). The acquisitions had been done at market price and with the intention of reducing the overall leverage and net interest bearing debt of the Company. The Company has not engaged in or mandated to trading in its own bonds. However, due to changed circumstances and the Company's financial position, the Company is now considering selling of the Own Bonds on arm's length market terms to LFI Investment ApS and HV VI Invest Sierra Limited instead of cancellation of the Own Bonds. Additionally, the Company will enter into an option agreement with the said buyers on arm's length terms."*

As the above makes clear, the original intention behind the substantive buy-backs up until 29 April was to cancel the Company's own Bonds. Other than the reference to the *"changed circumstances and the Company's financial position"*, there is no further explanation of the reason for the change of strategy with regard to these Bonds.

Oslo Børs finds it difficult to see how the Shareholder Sales can have been motivated primarily by a pressing need to raise liquidity given that the Company granted Put Options that could be exercised at any time within six months from the date of the Sale and that the Company, according to its own statements, did not foresee any need to utilise the proceeds in the period between the Shareholder Sales and the expiration of the Put Options.

The Company has further argued that the Shareholder Sales and Put Options enhanced its negotiating position in relation to its senior lenders with regard to certain changes to the KfW financing. Oslo Børs finds that while this may have been the reason provided by the Shareholders for their request for the Put Options as a condition for purchasing the Bonds, this can in itself hardly explain the Company's decision to sell the Bonds to the Buyers in the first place.

According to the second bullet point in the Company's account, one of the main reasons for conducting the transaction was *"that non-completion of the changes to the bond agreement was negative for Axis's financial position and detrimental to bondholders in general"*.

Based on the above, including the documentation from the time, Oslo Børs finds it likely that the Shareholder Sales and the Put Options were mainly motivated by the prospect of achieving sufficient support for the refinancing proposal at the upcoming bondholders' meeting. Even if this were not the case, the reason for not aiming the sale at a larger number of bondholders and thereby eliminating or reducing the extent of the differential treatment, was, from Oslo Børs' perspective, clearly that the Company was unwilling to sell bonds to bondholders who did not support the refinancing solution. According to the Company *"Offering the bonds (..) to Alfred Berg and Pareto would (..) be directly disruptive to the Company and detrimental to the objective of achieving a negotiated restructuring with all the stakeholders. The buyers, on the other hand, had expressed a positive view on the Company's restructuring efforts, although the sale was made without any voting obligation."*

Taking the above into consideration, the question that needs to be addressed is whether the Company's motivation of strengthening the position of those bondholders who had been positive regarding the Refinancing Proposal at the expense of the Opposing Bondholders, or its treating the Opposing Bondholders differently based on their reluctance about the proposal, can be considered to have a factual basis in the common interest of Axis and its bondholders in general. In this context, it should be noted that the differential treatment had a significant negative effect on the Opposing Bondholders due to the dilution of their negative controlling interest.

The refinancing proposal involved contributions from shareholders on the one hand and from bondholders on the other. It was inter alia contested whether the proposal was sufficiently balanced in terms of the contributions and sacrifices that would have to be made by the bondholders compared to those that would have to be made by the shareholders, and in terms of the extent to which the proposal had sufficient basis in a substantiated analysis of the need for improved liquidity.

In general, conflicts of interest between shareholders and creditors are not uncommon, particularly when there is a risk of default. In such situations, bondholders' interests in general and individually are supposed to be protected by the terms and conditions of the bondholder agreement and by the fact that these terms and conditions can only be subsequently altered at a bondholders' meeting by a qualified majority. Accordingly, and considering the inherent risk of different stakeholders having conflicting interests in situations where a company is facing financial distress, it is the bondholders' meeting rather than the Company that is to judge whether changes to the Bondholder Agreement are in the interest of the bondholders. It is thus the opinion of Oslo Børs that the intention of influencing the voting at the bondholders' meeting in connection with a contested proposal by strengthening the position of the buyers or deliberately weakening the position of opposing bondholders does not meet the equal treatment rule's requirement for there to be factual justification.

The Company has referred to Alfred Berg as a hostile bondholder who unreasonably refused to even consider a proposal for the required refinancing of the Company. The Company argues that while this Opposing Bondholder may also have had genuine concerns about the refinancing proposal, the Company's reasonable understanding based on Alfred Berg's feedback at the time was that Alfred Berg's position was not linked to Axis' situation, but to the restructuring of another Company (i.e. Prosafe), over which Axis had no influence. Consequently, it was Axis' reading of the situation at the time that Alfred Berg (and by extension Pareto) acted against the common interest of Axis and the bondholder community.

As a general point, Oslo Børs agrees that the purpose of the equal treatment rule is not to protect minority bondholders so that they can block proposals for no reason or for reasons unrelated to the proposal or the issuer's situation. However, based on the information provided, Oslo Børs has no reason to doubt that the Opposing Bondholders' resistance to the proposal was founded on genuine concerns about its content and timing, as further elaborated in their letter published on Stamdata on 20 July and in the information provided to Oslo Børs referred to in section 3.6 above. That these concerns had also been communicated to the Company prior to the Shareholder Sales seems evident from email correspondence dated 27 May in which it is stated that the key point for a potential blocking of the proposal by the Opposing Bondholders is the PIK interest, and that the Company can presumably get the Opposing Bondholders to vote for the other suggested amendments to the terms.

Oslo Børs would assume that a natural consequence of any such disagreement with regard to material elements of the refinancing proposal would have been for proper dialogue with the bondholders to continue and for further documentation and explanations to be provided regarding

the contested amendments to the terms of the Bond if so requested, in order for misunderstandings regarding the proposal and the bondholders' positions to be cleared up. Nevertheless, as the above-mentioned email correspondence makes clear, the Company instead decided to continue with the proposal and to prepare the summons and the amendments to the bondholder agreement. The Shareholder Sales were conducted three days later, with these followed by the summons being issued, and this seemingly without any further prior attempts by the Company to continue the dialogue with the Opposing Bondholders.

As stated in section 8.2 above, the Put Options linked to the Shareholder Sales made the differential treatment more substantial. The Company has explained that the main rationale for entering into the Put Option Agreements was to enhance its negotiating position in relation to senior lenders in regard to specific changes to the senior financing. However, in Oslo Børs' view, enhancing the Company or the Shareholders' negotiating position in relation to another creditor can hardly be seen as a factual basis for putting aside bondholders' interests.

9 Conclusion

After thorough evaluation, Oslo Børs is of the opinion that the Shareholder Sales and the Put Options constituted differential treatment that lacks a factual basis in the common interest of the Company and the bondholders. Consequently, it is Oslo Børs' view that Axis Offshore Pte. Ltd has violated Section 3.1.1 of the ABM Rules. Oslo Børs is furthermore of the opinion that such breach is to be sanctioned by means of public criticism, cf. Section 8.1 of the ABM Rules.

Oslo Børs therefore passed the following resolution on 8 December 2016:

"The Company has violated the requirement to treat holders of bonds on an equal basis pursuant to Section 3.1.1 of the ABM rules, and Oslo Børs has decided to sanction this violation by means of public criticism, cf. Section 8.1 (1) of the ABM Rules."

4.3 Løpende informasjonsplikt mv

4.3.1 Vedtak om overtredelsesgebyr

4.3.1.1 Sandnes Sparebank - Børsklagenemndens sak 1/2016 (24.10.16)

Avgjørelse 24. oktober 2016 av klage fra Sandnes Sparebank over Oslo Børs ASAs vedtak 24. august 2016 om å ilegge overtredelsesgebyr etter verdipapirhandelloven § 17-4 tredje ledd jf. § 15-1 og verdipapirforskriften § 13-1 for brudd på plikten til å melde innsideinformasjon til markedet etter verdipapirhandelloven § 5-2 første ledd.

1. Klagesaken og Børsklagenemndens sammensetning

Oslo Børs ASA («Oslo Børs» eller «børsen») fattet 24. august 2016 slikt vedtak:

«For brudd på plikten til å melde innsideinformasjon til markedet etter verdipapirhandelloven § 5-2 (1), ilegges Sandnes Sparebank et overtredelsesgebyr på fire ganger årlig kursnoteringsavgift, dvs. 658.400,- kroner, jf. verdipapirhandelloven § 17-4 tredje ledd og § 15-1, jf. verdipapirforskriften § 13-1».

Sandnes Sparebank («banken», «selskapet» eller «klager») påklaget vedtaket i brev 7.september 2016. Klagen er rettidig fremsatt.

Oslo Børs har ikke funnet grunn til å omgjøre vedtaket. Saken ble ved brev 26. september 2016 oversendt Børsklagenemnden for behandling sammen med børsens merknader til klagen, jf. børsforskriften § 37 sjette ledd og forvaltningsloven § 33 fjerde ledd.

Klager innga tilleggsbemerkning til klagen 6. oktober 2016.

Børsklagenemnden har behandlet saken i møte. Ved behandlingen deltok Liv Gjølstad (leder), Knut Bergo (nestleder), Espen Klitzing, Jøril Mæland og Christian Lund.

2. Om selskapet

Sandnes Sparebank er en selvstendig sparebank med hovedkontor i sentrum av Sandnes kommune og har i tillegg kontorer i Stavanger og Oslo. Banken tilbyr et bredt spekter av bank- og investeringsprodukter til person- og næringslivsmarkedet, samt eiendomsmegling gjennom datterselskap. Banken har ca. 50.000 kunder, hvorav 45.000 er privatkunder og 5.000 er næringslivskunder. Konsernet hadde siste årsskifte 140 årsverk.

Sandnes Sparebank ble notert på Oslo Børs 27. oktober 1995, og egenkapitalbevisene handles under ticker «SADG». Før gjennomføring av den foreslåtte fortrinnsemisjonen (se under) hadde banken utstedt til sammen 7.105.811 egenkapitalbevis, som inkluderer en beholdning på 38.150 egne egenkapitalbevis. Ved årsskiftet var det registrert 2.068 eiere av bankens egenkapitalbevis. Det ble omsatt ca. 203.000 egenkapitalbevis gjennom børsens handelssystem i fjerde kvartal 2015 til en verdi av NOK 16,1 millioner fordelt på 168 handler. Tilsvarende omsetning i første kvartal 2016 var ca. 132.000 egenkapitalbevis til en verdi av NOK ca. 8,8 millioner fordelt på 173 handler.

3. Bakgrunn

3.1 Sakens bakgrunn

Kvartalsrapport for Q4 – 26. februar:

Den 26. februar 2016, før børsåpning, offentliggjorde Sandnes Sparebank delårsrapport for 4. kvartal 2015⁸. I børsmeldingen angis følgende hovedpunkter:

«Økt soliditet, og rustet for fremtiden

Hovedpunkter fjerde kvartal 2015

- Resultat før skatt ble 5,0 (11,8) millioner kroner
- Rentemarginen ble 1,56 % (1,71 %)
- Rentenettoen ble 111,9 (123,6) millioner kroner
- Totale kostnader ble 97,6 (87,8) millioner kroner
- Verdiutvikling på finansielle instrumenter utgjorde -8,7 (-15,3) millioner kroner
- Tap og nedskrivninger utgjorde 17,8 (29,6) millioner kroner, hvorav gruppenedskrivninger utgjorde 9,4 (5,3) millioner kroner
- Til tross for svakere makroutvikling, er det en positiv utvikling i tapsutsatte engasjement

⁸ Børsmelding av 26.02.2016 (resultat for 4. kvartal 2015)

- Egenkapitalavkastningen ble 0,9 % (2,2 %) før skatt, og 2,0 % (1,1 %) etter skatt.
- Innskuddsdekningen for konsernet ble 49,7 % (59,9 %), og for morbanken 71,4 % (83,9 %)
- Kjernekapitaldekningen ble 14,7 % (13,2 %)
- Ren kjernekapitaldekning ble 13,0 % (12,0 %)
- Forventninger om økte andre inntekter, og vesentlig kostnadsreduksjon i 2016.

Tallstørrelser i parentes gjelder tilsvarende periode i 2014».

Uttalelsene relatert til utvikling i tapsutsatte engasjementer og forventningene om økte andre inntekter og vesentlige kostnadsreduksjoner i 2016, er identiske med tilsvarende uttalelser gjengitt i 3. kvartalsrapporten som var offentliggjort 6. november 2015.

Videre angis det i fjerdekvartalsrapporten (side 7) og i medfølgende presentasjon (plansje 19) at banken hadde besluttet å øke målsetningen for ren kjernekapital til 14 % innen utgangen av 2016 og til 14,5 % innen utgangen av 2017 (fra 13,0 % per utgangen av 2015), samt at det ikke var planlagt noen emisjon for å oppnå målsetningene om kapitaldekning.

Under et eget punkt om «Utsikter» opplyses blant annet at 2015 hadde vært et utfordrende år for næringslivet i regionen, at 2016 også ville bli utfordrende og at det var forventet at tapsavsetninger ville øke.

Etter børsmeldingen var det liten bevegelse i kursen til egenkapitalbeviset, og det ble gjennomført kun fire handler denne dagen. I de seks påfølgende handelsdagene steg kursen fra NOK 60 til NOK 71,25 (dvs. ca. 19 %). Denne kursoppgangen var trolig påvirket av at to primærinnsidere i banken kjøpte egenkapitalbevis hhv. den 3. og 4. mars. I den etterfølgende perioden fra 7. mars tom. 20. april lå kursen relativt stabilt mellom NOK 66,5 og 72,5. I perioden 26. februar tom. 20. april ble det gjennomført totalt 85 handler til en verdi av ca. NOK 6,0 millioner gjennom børsens handelssystem⁹.

Utsatt offentliggjøring – 18. mars

Ifølge vedtaket ble Oslo Børs den 18. mars, ca. kl. 12:30, informert av bankens juridiske rådgiver per telefon om at banken var, eller var i ferd med, å komme i en innsideposisjon. I etterkant av telefonsamtalen ble følgende loggført i børsens lukkede saksbehandlingssystem:

«Informert om at de er eller er i ferd med å komme i en innsideposisjon. Sandnes Sparebank har utfordringer på engasjementssiden. Dette innebærer at de vurderer om det er behov for nedskrivninger, evt. gjøre grep med overføring (flytte ut av balansen), emisjon, evt. kombinasjon av dette. Tidsplan: En milepæl er offentliggjøring av årsrapporten 20. april. Må ha noe klart innen den tid. Eksternt har de involvert Schjødt og Fondsfinans. De fører innsidelister.»

Videre oppdaterte bankens juridiske rådgiver børsen per telefon den 15. april. Følgende ble ifølge vedtaket logget i Børsens lukkede saksbehandlingssystem:

«[XX] ringte inn og informerte om at det går mot en fortrinnsrettsemisjon på 350 mill. Man er nå i ferd med å bygge opp et garantikonsortium og sikter mot en børsmelding 21. april.»

Offentliggjøring av tap og emisjon – 21. april

⁹ Utskrift fra Børsens overvåkingssystem SMARTS 26.02.2016 – 20.04.2016

Den 19. april kl. 12:35 offentliggjorde Sandnes Sparebank at kvartalsrapporten for 1. kvartal 2016 fremskyndes fra 10. mai til 21. april. Det fremkom herunder av meldingen at «Årsaken til denne endringen er at rapporteringen har gått raskere enn først antatt».

Den 21. april offentliggjorde banken fem børsmeldinger mellom kl. 08:00 og kl. 08:06 med følgende titler:

- Økte nedskrivninger for 2015 og styrket egenkapital gjennom fullgarantert fortrinnsrettsemisjon¹⁰
- Nøkkelinformasjon ved fortrinnsrettsemisjon i Sandnes Sparebank¹¹
- Endelig (korrigert) årsregnskap for 2015 er behandlet i bankens styre¹²
- Resultat 1. kvartal 2016¹³
- Presentasjon av resultatet per 1. kvartal 2016¹⁴

Noe senere samme dag, kl. 15:13, ble også styrets beretning, årsregnskap og revisjonsberetning for 2015 offentliggjort¹⁵.

Etter børsmeldingene falt kursen på bankens egenkapitalbevis kraftig, og ved børsslutt 21. april var kursen ned ca. 22,5 % (sluttkurs på NOK 55) sammenliknet med offisiell sluttkurs 20. april (NOK 71 som var satt på grunnlag av siste handel 19. april da det ikke ble utført handel 20. april). Handelsvolum gjennom dagen var også betydelig høyere enn hva som er normalt for instrumentet. Totalt ble det gjennomført 109 handler til en verdi av om lag NOK 3,3 millioner den 21. april¹⁶. I den påfølgende uken lå kursen relativt stabilt rundt NOK 56.

Fra den førstnevnte børsmeldingen siteres;

«Styret i Sandnes Sparebank har besluttet å endre det foreløpige regnskapet for 2015 som følge av økte nedskrivninger knyttet til to av bankens engasjementer. Nedskrivningene skyldes hendelser knyttet til avtaler og kontrakter som inntraff etter fremleggelsen av foreløpige tall for fjerde kvartal 2015. Totale nedskrivninger vil beløpe seg til NOK 154 millioner og føres som en del av 2015 resultatet.

[...]

Nedskrivningene medfører at ren kjernekapitaldekning for konsernet reduseres fra rapportert 13,0% til 12,1%.

Styret i Sandnes Sparebank foreslår overfor forstandskapet å gjennomføre en fortrinnsrettsemisjon med bruttoproveny på NOK 350 millioner. Den foreslåtte emisjonen er garantert fulltegnet av et garantikonsortium bestående av [eksisterende egenkapitalbevisiere og andre investorer], og vil etter planen bli gjennomført innen utgangen av andre kvartal 2016.

[...]»

3.2 Børsens undersøkelser

¹⁰ Børsmelding av 21.04.2016 kl. 08:00 (økte nedskrivninger, endring av 2015 regnskapet og emisjon)

¹¹ Børsmelding av 21.04.2016 kl. 08:01 (nøkkelinformasjon ved fortrinnsrettsemisjon)

¹² Børsmelding av 21.04.2016 kl. 08:03 (bekrefter at styret har godkjent årsregnskapet for 2015 og opplysning om at styret ikke vil foreslå utbetaling av utbytte for 2015)

¹³ Børsmelding av 21.04.2016 kl. 08:05 (resultat for 1. kvartal 2016 og presentasjon vedlagt)

¹⁴ Børsmelding av 21.04.2016 kl. 08:06 (invitasjon til presentasjon samme dag kl. 14:00)

¹⁵ Børsmelding av 21.04.2016 kl. 15:13 (styrets forslag til revidert årsrapport)

¹⁶ Utskrift fra Børens overvåkingssystem SMARTS 19.04.2016 – 21.04.2016

Markedsovervåkingen ved Oslo Børs besluttet kort tid etter at børsmeldingene ble publisert 21. april å foreta en gjennomgang av bankens forutgående kommunikasjon til markedet, og rettet deretter en formell henvendelse til banken 22. april, hvor banken ble bedt om å redegjøre for nærmere angitte forhold. I etterkant av dette rettet børsen flere henvendelser til selskapet for å innhente ytterligere dokumentasjon og for å klargjøre enkelte deler av faktum.

Oslo Børs har i sakens anledning sendt følgende henvendelser til Sandnes Sparebank:

- Forespørsel av 22. april 2016¹⁷
- Forespørsel av 11. mai 2016¹⁸
- Underretning om saksforberedelse 7. juni 2016¹⁹
- Forespørsel av 10. juni 2016²⁰

Børsen mottok følgende svar på de ovennevnte forespørsler:

- Svar av 6. mai 2016 (etter utsatt frist fra opprinnelig 29. april)²¹
- Svar av 23. mai 2016 (etter utsatt frist fra 20. mai)²²
- Redegjørelse av 16. juni 2016²³
- Svar av 20. juni 2016²⁴

Børsens foreløpige syn på saken ble oversendt 24. juni 2016 for kontradiksjon, med forhåndsvarsel om mulig sanksjon (varsel om vedtak, jf. forvaltningslovens § 16). Børsen mottok selskapets tilsvaer 8. august 2016²⁵.

3.3 Nærmere om hendelsesforløpet

Basert på informasjon innhentet fra banken i forbindelse med børsens undersøkelser, gir børsen i vedtaket en nærmere beskrivelse av hendelsene i tilknytning til de to engasjementene som resulterte i tapsavsetninger og nedskrivninger.

7. mars – foreløpig vurdering av behov for tapsavsetning

På bakgrunn av hendelsene beskrevet i børsens vedtak var selskapets foreløpige vurdering at det kunne bli behov for ytterligere tapsavsetninger og som en konsekvens av dette behov for en emisjon for å nå bankens målsetninger mht. kapitaldekning. Banken opprettet en prosjektliste 7. mars kl. 09:00 med oversikt over hvem som mottok informasjon om hendelsene.

Rapport til styremøte 14. mars

I administrerende direktørs rapport utarbeidet til styremøtet avholdt 14. mars adresseres ulike elementer vedrørende de to hendelsene under punktet «Tapsutsatte engasjement» som nærmere redegjort for i børsens vedtak punkt 3.3.1

Styremøte 14. mars – høy sannsynlighet for nye tap og vurdering av emisjon

¹⁷ Oslo Børs e-post av 22.04.2016 (første forespørsel til selskapet)

¹⁸ Oslo Børs e-post av 11.05.2016 (forespørsel om oversendelse av styreprotokoller mv., samt opplysninger om etablering av garantikonsortium)

¹⁹ Oslo Børs e-post av 07.06.2016 (selskapet ble varslet om mulig overtredelse av informasjonsplikten)

²⁰ Oslo Børs e-post av 10.06.2016 (forespørsel vedr. løpende vurdering av tapsavsetninger/nedskrivninger)

²¹ Brev av 06.05.2016 oversendt per e-post (selskapets svar på Børsens e-post av 22.04.2016)

²² Brev av 23.05.2016 oversendt per e-post (oversendelse av styreprotokoller, mv.)

²³ Brev av 16.06.2016 oversendt per e-post (oversendelse av ytterligere dokumentasjon for å belyse saken)

²⁴ Brev av 20.06.2016 oversendt per e-post (nærmere redegjørelse for tapsestimater)

²⁵ Brev av 08.08.2016 oversendt per e-post (tilsvaer på forhåndsvarsel om mulig sanksjon)

Administrasjonen ga styret i banken en kort presentasjon. Det ble opplyst at banken med høy sannsynlighet ville bli påført høyere tap enn hva man tidligere hadde lagt til grunn (jf. tapsavsetningene i Q4-rapporten). Administrasjonen i banken uttalte at det burde vurderes å øke tapsavsetningene og vurdere å gjennomføre en emisjon. Innholdet i styremøteprotokollen er nærmere omtalt i børsens vedtak.

Banken har opplyst at de fra og med 14. mars av forsiktighetsgrunner opprettet innsideliste. Ansatte i Fondsfinans er også oppført på innsidelisten, og førte i tillegg egen innsideliste fra denne dato.

17. mars - møte med Fondsfinans – handlingsalternativer og kapitalbehov

Det ble avholdt et møte med Fondsfinans for å drøfte situasjon og handlingsalternativer. Basert på administrasjonens foreløpige intervaller for mulige tapsavsetninger anslo Fondsfinans et egenkapitalbehov på NOK 200-300 millioner som skulle hentes gjennom fortrinnsrettsemisjon eller rettet emisjon med påfølgende reparasjonsemisjon.

18. mars – underhåndenvarsel

Oslo Børs mottok underhåndenvarsel og Pareto Securities ble engasjert som finansiell rådgiver (i tillegg til Fondsfinans).

Uken etter påske

Arbeidet med å analysere og vurdere avsetningsbehov fortsatte (basert på behandling i styremøte 14. mars og møtet med Fondsfinans 17. mars), samt at det fant sted dialog med selskapets revisor. Sistnevnte ledet frem til at Deloitte den 30. mars etterspurte «nærmere redegjørelse for bankens foreløpige vurderinger av tapsavsetningene knyttet til emisjonsarbeidet» og ba om oppdaterte tapsnotater for de to engasjementene.

29. mars – due diligence

Juridisk (v/Thommessen) og finansiell (v/KPMG) due diligence- prosess startet som ledd i forberedelse til emisjon. Som del av due diligence-undersøkelsene skulle KPMG gjennomgå bankens største engasjement, herunder de to engasjementene som omtalt over og «bankens indikerte avsetninger knyttet til disse.»

30. mars - møte med finansielle rådgivere (Fondsfinans og Pareto) – tapsanslag og størrelse på emisjon

Fra selskapets redegjørelse av 6. mai fremgikk at det som grunnlag for beregning av bankens kapitalbehov ble estimert et tapsanslag på NOK 155 millioner knyttet til to de ovennevnte engasjementene, og det mulige emisjonsprovenyet ble oppjustert til NOK 350-375 millioner. Det ble også lagt til grunn som en forutsetning i emisjonsarbeidet at tapsavsetningene skulle tas i 2015-regnskapet. Det ble fremlagt en tidsplan for gjennomføring av emisjonen med sikte på offentliggjøring 21. april 2016, der det blant annet var lagt opp til at presentasjon for garantister skulle være klar 8. april 2016.

Av Pareto/Fondsfinans presentasjon²⁶ fulgte det at (Plansje 3):

«NOK 350 - 375m i ny EK sikrer 14,5% ren kjerne per 2015 etter tap

- Ved å inkludere gavefondet blir eierbrøk 55,7% per 2015 (57,2%)
- Tapsanslag på 155 millioner føres på 2015 regnskapet (antatt morbank)

²⁶ Prosjekt Sunray – Kick off - Presentasjon datert 30.03.2016, utarbeidet av Pareto Securities AS og Fondsfinans

- Eierandelskapitalen tar minimalt av negativt årsresultat
- Økning i eierbrøk forut for emisjon
- Målsetting om 14,5% ren kjerne på korrigert 2015 resultat gir behov for anslagsvis NOK 350 - 375m i ny egenkapital, avhengig av hvorvidt man tar hensyn til utsatt skattefordel eller ei»

Plansje 4-10 drøfter karakteristika og fordeler vs. ulemper ved hhv. fortrinnsretts-emisjon og rettet emisjon (inkl. reparasjonsemisjon).

Plansje 12-15 beskriver plan for emisjonsprosessen, inkludert bl.a. tidsplan og ansvarsfordeling. Det legges fremdeles opp til offentliggjøring av emisjonen samtidig med årsrapporten 20. april. Herunder anbefales det å fremskynde kvartalsrapporten for 1. kvartal 2016. Fra plansje 12 følger det at:

«Annonsering av gode kvartalstall samtidig som offentliggjøring (20. april) vil veie opp for noen av de negative markedsreaksjonene som vil oppstå som følge av emisjonsannonseringen»

Selskapet presiserte i sitt brev av 16. juni at emisjonsforberedelsen ble gjennomført parallelt med bankens vurderinger av avsetninger og emisjonsbehov og at «de detaljerte tallstørrelser og tidslinjer i presentasjonen av 30. mars 2016 hadde følgelig på dette stadium ingen forankring i bankens beslutningsprosesser».

4. april - ekstraordinært styremøte – tapsavsetninger og emisjon

Pareto/Fondsfinans presentasjon av 30. mars ble fremlagt. Av innkallingen fremkommer at kun én sak er til behandling; «Orientering om fremdrift – endelig årsregnskap 2015». Av protokollen fremkommer kun «Styret ble orientert om muligheten for økte tapsavsetninger for regnskapsåret 2015, samt arbeidet med å forberede en eventuell emisjon. Styret ber om at administrasjonen arbeider videre langs den linjen som er skissert og prosessen som er satt i gang».

12. april – drøftelser adm. dir og styreleder om emisjon

Mulig emisjon og størrelse ble drøftet mellom bankens styreleder og administrerende direktør, hvor det blant annet ble nevnt at en emisjon burde være minst NOK 325 millioner.

14. april – oppdaterte tapsnotater fra banken til revisor

Banken oversendte oppdaterte tapsnotater til Deloitte. Her fremkommer ytterligere tapsavsetninger for de to ovennevnte engasjementene på samlet NOK 154,4 millioner, altså nesten identisk med det estimerte tapsanslaget på NOK 155 millioner som var grunnlag for Fondsfinans/Pareto sitt forslag til mulig emisjonsproveny presentert 30. mars. Bankens tapsvurderinger knyttet seg både til de nye omstendighetene som oppsto i begynnelsen av mars 2016 og utviklingen etter dette.

I etterkant av oversendelsen av tapsnotatene var det flere diskusjoner mellom Deloitte og banken angående avsetningenes størrelse. Det ble i denne forbindelse blant annet diskutert om avsetningene knyttet til det ene av ovennevnte engasjementer i regnskapene burde være noe lavere enn det administrasjonen hadde lagt til grunn i arbeidet med emisjonen.

15. april - finansiell due diligence rapport

Banken mottok første utkast til finansiell due diligence rapport. Rapporten uttrykte at vurderingene av engasjementene fremstod som fornuftige, men at det var risiko for at avsetningene kunne øke for

det ene og at det for det andre av ovennevnte engasjementer muligens kunne realiseres høyere verdier.

Etter justert tidsplan la tilretteleggerne opp til å starte arbeidet med å innhente tegninger i et garantikonsortium for fortrinnssrettsemissjon 15. april (mot tidligere 8. april). Dette ble imidlertid ytterligere utsatt fordi det pågikk diskusjoner knyttet til nedskrivningsbehov på andre engasjementer i første kvartal 2016. Mandatavtale med finansielle tilretteleggere ble signert. Børsen ble varslet under hånden.

19. april – fremskyndelse av Q1-rapport

Børsmelding om at Q1-rapport fremskyndes fra 10. mai til 21. april. Fondsfinans og Pareto startet arbeidet med å innhente tegninger i garantikonsortiet.

20. april – styremøte

Endelig due diligence rapport forelå, og styremøte ble avholdt.

Styret vedtok å foreta to nye tapsavsetninger sammenliknet med hva som fremkom i Q4 2015 (etter innstilling fra revisjonskomiteen samme dag) og vedtok herunder årsrapport for 2015 og kvartalsrapporten for 1. kvartal 2016. Det ble vedtatt å foreslå fortrinnssrettsemissjon overfor forstandskapet (møte 18. mai).

Innholdet i styreprotokollen er nærmere omtalt i børsens vedtak punkt 3.1.1.

21. april - børsmeldinger om tapsavsetninger og emisjon

Børsmeldingene beskrevet over ble offentliggjort.

4. Rettslig grunnlag

Verdipapirhandelloven § 5-2 (informasjonsplikten innhold) første ledd lyder:

- (1) Utsteder skal uoppfordret og umiddelbart offentliggjøre innsideinformasjon som direkte angår utsteder, jf. § 3-2 første til tredje ledd

Verdipapirhandelloven § 3-2 (definisjon av innsideinformasjon) første til tredje ledd lyder som følger:

- (1) Med innsideinformasjon menes presise opplysninger om de finansielle instrumentene, utstederen av disse eller andre forhold som er egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene eller tilknyttede finansielle instrumenter merkbart, og som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet.
- (2) Med presise opplysninger menes opplysninger som indikerer at en eller flere omstendigheter eller begivenheter har inntruffet eller med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe og som er tilstrekkelig spesifikke for å trekke en slutning om den mulige påvirkningen av disse omstendighetene eller begivenhetene på kursen til de finansielle instrumentene eller de tilknyttede finansielle instrumentene.
- (3) Med opplysninger som er egnet til å påvirke kursen til finansielle instrumenter eller tilknyttede finansielle instrumenter merkbart, menes opplysninger som en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning.

Verdipapirhandelloven § 5-3 (utsatt offentliggjøring mv.) første og annet ledd lyder:

(1) Utsteder kan utsette offentliggjøring av opplysninger som nevnt i § 5-2 første ledd for ikke å skade sine legitime interesser, forutsatt at allmennheten ikke villedes av utsettelsen og opplysningene behandles konfidensielt, jf. § 3-4.

(2) Legitime interesser som nevnt i første ledd kan typisk relatere seg til:

1. Pågående forhandlinger og tilhørende omstendigheter hvor resultat eller normal gjennomføring må forventes å bli påvirket av offentliggjøring. I særdeleshet der utsteders finansielle situasjon er alvorlig og umiddelbart truet uten at det er besluttet å begjære gjeldsforhandling eller at utsteder er insolvent, kan offentliggjøring utsettes for en begrenset periode, dersom offentliggjøring vil skade eksisterende og potensielle aksjeeiere eller långiveres interesser ved å undergrave utfallet av spesifikke forhandlinger som skal sikre utsteders langsiktige finansielle situasjon.
2. Beslutninger eller kontrakter som krever godkjenning av et annet selskapsorgan for å tre i kraft som følge av utsteders organisering, forutsatt at offentliggjøring av den ikke endelige beslutningen eller kontrakten sammen med opplysning om at endelig godkjenning ennå mangler, vil kunne villedde allmennhetens korrekte vurdering av forholdet.

Verdipapirforskriften § 5-1 (utsatt offentliggjøring) lyder:

Ved utsatt offentliggjøring etter verdipapirhandelloven § 5-3 skal vedkommende regulerte marked uoppfordret og umiddelbart gis melding om forholdet, herunder om bakgrunnen for utsettelsen.

Verdipapirhandelloven § 17-4 (overtredelsesgebyr) tredje ledd lyder:

(3) Ved forsettlig eller uaktsom overtredelse av bestemmelsene i §§ 5-2 eller 5-3, samt forskrifter gitt for å utfylle disse bestemmelsene, kan Finanstilsynet ilegge overtredelsesgebyr. Første ledd annet og tredje punktum gjelder tilsvarende. Dersom Finanstilsynets myndighet til å føre tilsyn med overholdelsen av §§ 5-2 og 5-3 er delegert til regulert marked i henhold til § 15-1 annet ledd, kan vedkommende regulerte marked ilegge overtredelsesgebyr etter dette ledd. Klage over vedtak av regulert marked følger regler i lov om regulerte markeder § 41. Bestemmelsen i § 15-6 tredje ledd gjelder tilsvarende for regulert marked.

5. Børsens vedtak

Oslo Børs styre fattet 24. august 2016 vedtak som referert under punkt 1.

5.1 Utgangspunkt

Børsen skriver at for å kunne konkludere i spørsmålet om Sandnes Sparebank har brutt sin informasjonsplikt, jf. verdipapirhandelloven § 5-2, må det vurderes om opplysningene om de to hendelsene som inntraff henholdsvis 5. og 7. mars 2016, samlet eller hver for seg utgjorde

innsideinformasjon som definert i verdipapirhandelloven § 3-2 før offentliggjøring 21. april 2016. Kjernen i spørsmålet er da om, og i så tilfelle på hvilket tidspunkt, informasjonen utgjorde presise opplysninger som var egnet til å påvirke kursen merkbart.

Børsen legger til grunn at de aktuelle tapsanslagene var avhengig av kompliserte bankfaglige og regnskapsmessige vurderinger. Samtidig understrekes det at begge de aktuelle engasjementene var klassifisert som tapsutsatte engasjement, og som følgelig tidligere hadde vært gjenstand for nedskrivningsvurderinger. Det vises særlig til prosessen knyttet til det ene engasjementet.

5.2 Innsideinformasjon

Børsen mener at det senest ettermiddagen 17. mars 2016 hadde oppstått «presise opplysninger» som var egnet til å «påvirke kursen på de finansielle instrumentene merkbart» jf. verdipapirhandelloven § 3-2, og at selskapet således besatt innsideinformasjon.

Når det gjelder *kurspåvirkningspotensialet* skriver børsen at «gitt de aktuelle engasjementenes størrelse (både samlet og hver for seg), vil hendelser som påvirker selskapets vurderinger av tap og eventuelle nedskrivninger av disse potensielt sett kunne ha stor påvirkning på det totale resultatet til banken». Børsen legger derfor til grunn at vesentlige begivenheter som påvirker slike vurderinger regelmessig vil være viktig for banken og for prisingen av egenkapitalbevisene. Etter børsens syn er det ingen tvil om at opplysninger om betydelige negative avvik på bankens tapsberegninger ville kunne medføre et negativt kursutslag for egenkapitalbevisene.

Børsen fremhever at et viktig moment i vurderingen av potensialet for kurspåvirkning er den informasjon som utstederselskapet tidligere har gitt til markedet. Ifølge børsen hadde banken gjennom sin kommunikasjon med markedet bidratt til å fremheve en positiv utvikling, og det er rimelig å anta at dette bidro til å heve kurspåvirkningspotensialet ved etterfølgende endringer i vurderingen av de tapsutsatte engasjementene.

At selskapets administrasjon løftet saken til styret, og at man fra og med 14. mars førte innsidelister (av forsiktighetsgrunner) tilsier ifølge børsen også at opplysningene ble ansett som vesentlige og potensielt kurssensitive. Dette må ifølge børsen særlig anses relevant sett opp mot bankens tidligere kommunikasjon til markedet.

Børsen viser til at vurderingen av kurspåvirkningspotensialet skal foretas på tidspunktet for den aktuelle hendelse. Kursfallet på 22,5 prosent den dagen (21. april) da børsmeldingene om økte nedskrivninger, endring av 2015 regnskapet og emisjon ble offentliggjort, gir likevel en indikasjon på opplysningenes sensitive karakter allerede tidlig i prosessen, selv om det riktignok offentliggjøres flere børsmeldinger den 21. april, og selv om en tidligere børsmelding ikke nødvendigvis ville resultert i et så betydelig fall.

Børsen mener det allerede kort tid etter 7. mars forelå *presise opplysninger* knyttet til sannsynlige tap på de aktuelle låneengasjementene som var tilstrekkelig spesifikke til å trekke en slutning om den mulige påvirkningen av disse begivenhetene på kursen til bankens egenkapitalbevis. Det vises også til protokollen fra styremøtet i banken avholdt 14. mars der det fremgår at «banken med høy sannsynlighet vil bli påført større tap enn hittil beregnet». Graden av usikkerhet og størrelsen vil imidlertid ifølge børsen påvirke kurssensitiviteten av opplysningene.

Børsen viser til at banken den 17. mars hadde et møte med Fondsfinans hvor handlingsalternativer og anslag på kapitalbehov ble fremlagt, og at Fondsfinans i møtet presenterte et anslag på egenkapitalbehov på NOK 200-300 millioner basert på bankens foreløpige intervaller for mulige tapsavsetninger. Selv om dette dreide seg om foreløpige anslag, og emisjonsrammen senere ble

hevet, må det ifølge børsen ha vært klart for banken at det forelå et betydelig avvik mellom bankens tidligere kommuniserte tapsanslag og hva de nye tapsvurderingene ville medføre. Dette til tross for at anslagene ikke var endelig kvantifisert, ble vurdert som usikre og at man hadde behov for å drøfte disse med revisor.

Børsen mener at den informasjon som forelå 17. mars var av en slik karakter at en «fornuftig investor sannsynligvis vil benytte [informasjonen] som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning», jf. verdipapirhandelloven § 5-2 tredje ledd.

Børsen oppfatter det slik at banken heller ikke synes å bestride at det forelå innsideinformasjon på dette tidspunktet, og at det avgjørende i denne saken blir hvorvidt vilkårene for utsatt offentliggjøring forelå fra og med ettermiddagen 17. mars og frem til offentliggjøring på morgenen 21. april.

5.3 Nærmere om adgangen til utsatt offentliggjøring

Børsen viser til at verdipapirhandelloven § 5-3 åpner for at selskapet kan utsette offentliggjøring av innsideinformasjon gitt at visse vilkår er oppfylt, og at børsen mottok melding fra banken om utsatt offentliggjøring 18. mars, samt en oppdatering på prosessen 15. april som beskrevet over.

Ansaret for at vilkårene for utsatt offentliggjøring er oppfylt

Børsen peker på at regelen om utsatt offentliggjøring i verdipapirhandelloven § 5-3 gjennomfører markedsmisbruksdirektivet artikkel 6. nr. 2. Ifølge børsen er det klart etter markedsmisbruksdirektivet at ansvaret for vurderingen av om vilkårene for utsatt offentliggjøring foreligger påhviler utstederforetaket, jf. formuleringen «An issuer may under *his own responsibility* delay the public disclosure of inside information». Børsen viser til at dette også er nærmere presisert i børs sirkulære 3/2005 og 7/2005. At ansvaret for vurderingen påhviler utstederforetaket, støttes ifølge børsen også av reelle hensyn og formålet med utsatt offentliggjøring.

Konfidensiell behandling av opplysninger

Verken selskapet eller børsen har ifølge børsen avdekket tegn til lekkasje underveis i prosessen, og har eller ikke i etterkant blitt kjent med at det skal ha funnet sted lekkasje av informasjon i perioden forut for offentliggjøring 21. april. Børsen reiser derfor ikke tvil ved om dette vilkåret var oppfylt.

Selskapets legitime interesser

Børsen viser til at bestemmelsen i verdipapirhandelloven § 5-3 angir to typiske tilfeller av legitime interesser der en utsteder kan utsette offentliggjøring av innsideinformasjon (forutsatt at lovens øvrige vilkår er oppfylt). For det første gjelder det situasjoner der utsteder er i *pågående forhandlinger hvor resultat eller normal gjennomføring ventes å bli påvirket av offentliggjøring*, og videre *beslutninger eller kontrakter som krever godkjenning av et annet selskapsorgan* for å tre i kraft som følge av utstaders organisering. Om det forelå «legitime interesser» per ettermiddagen 17. mars er ifølge børsen en vurdering ex-ante av hvilken skade det ville ha påført banken og dets egenkapitalbevisiere å offentliggjøre en melding på dette tidspunktet.

Oslo Børs mener at markedet er godt egnet til å håndtere usikkerhet, gitt at forutsetningene for denne usikkerheten identifiseres. En offentliggjøring av informasjonen som forelå per 17. mars, med en tilhørende identifisering av forutsetningene og usikkerhet, ville gitt markedet denne muligheten, og et grunnlag for en mer korrekt prising av selskapets egenkapitalbevis enn hva som var tilfelle i perioden 17. mars – 20. april. Hvorvidt man på dette stadiet ville valgt å offentliggjøre at man vurderte å gjennomføre en emisjon, ville ifølge børsen i tilfelle vært en separat vurdering.

Børsen har vært i tvil om hvorvidt det forelå legitime interesser for å utsette offentliggjøring av forventede økte tap på engasjementene etter 17. mars, sammenliknet med det som ble kommunisert i selskapets Q4 rapport som følge av hendelsene som inntraff 5. - 7. mars. Børsen har imidlertid i denne saken valgt å ikke overprøve selskapets skjønn, og legger til grunn at det forelå legitime interesser også etter 17. mars.

Allmennheten må ikke villedes av utsettelsen

Utgangspunkt

Når det gjelder vilkåret om at allmennheten ikke villedes som følge av utsatt offentliggjøring, mener børsen at dette vilkåret gjelder en mer kvalifisert villedelse enn det en utsettelse av å informere markedet normalt vil medføre. Momenter i en slik vurdering vil ifølge børsen være *graden av feilprising av de finansielle instrumentene* og hvorvidt *utsteder selv har bidratt til at allmennheten blir villedet av utsettelsen*.

Børsen viser til at ESMA i forbindelse med at markedsmisbruksdirektivet (2003/6/EF) (MAD) ble erstattet av markedsmisbruksforordningen (EU) nr. 596/2014 (MAR), som trådte i kraft i EU-landene 3. juli 2016, har utarbeidet *Draft guidelines on the Market Abuse Regulation* (ESMA/2016/162) hvor forståelsen av hva som vil være villedende og hvor utsteder ikke kan påberope seg utsatt offentliggjøring er adressert. Selv om MAR ikke er gjennomført i norsk rett ennå, er børsen av den oppfatning at disse retningslinjene er relevante for fastleggelsen av vurderingstemaet av vilkåret om villedelse ettersom det på dette konkrete punktet ikke er gjort endringer i rettsstilstanden ved overgangen fra MAD til MAR.

Ved vurderingen av hva som fremstår som villedende må det ifølge børsen tas utgangspunkt i den informasjonen som utsteder tidligere har kommunisert til markedet.

Delårsrapport for fjerde kvartal

Børsen understreker at banken i delårsrapporten for 4. kvartal 2015 kommuniserte totale nedskrivninger for regnskapsåret 2015, samt fremhevet «Til tross for svakere makroutvikling, er det en positiv utvikling i tapsutsatte engasjement» og at kvartalsrapporten gir nye og oppdaterte mål for fremtidig kjernekapital, dvs. 14 % innen utgangen av 2016 og 14,5 % innen utgangen av 2017. Etter Børsens oppfatning er dette med på å sementere markedets oppfatning om at større nedskrivninger neppe er forestående. Ifølge børsen må banken også før 20. april ha forstått at de mål for fremtidig kjernekapital som var presentert i fjerdekvartalsrapporten ikke lenger var mulig å oppnå uten kapitaltilførsel, slik at ESMA- veiledningens bokstav b er relevant i vurderingen av om markedet ble villedet.

Børsen kan ikke se at henvisninger i rapporten til eksempelvis *markedsmessige utfordringer* i 2016, samlet forventning til året som *utfordrende* og økning i anslag for forventede tapsavsetninger for året endrer det totale bildet som kvartalsrapporten tegner. Børsen viser herunder til at de forventede økningene i tapsavsetningene som kommuniseres i kvartalsrapporten er beskjedne i forhold til tapsavsetningene som fulgte av revurderingen av de to engasjementene. De hovedpunkter for kvartalet som banken velger å løfte frem i selve børsmeldingen, kvartalsrapporten og presentasjonen kan ifølge børsen ikke være vilkårlig valgt og underbygger dette ytterligere. Dette må etter Børsens syn ha bidratt til sensitiviteten i informasjonen som forelå i etterkant av hendelsene som inntraff 5. – 7. mars.

Nærmere om de to engasjementene

Børsen viser til at de to engasjementene 31. desember 2015 utgjorde totalt ca. NOK 275,3 millioner, hvorav totale tapsavsetninger som inngikk i Q4 rapporten var NOK 80,1 millioner. Børsen legger til

grunn at selv om tapene på det enkelte engasjement ikke identifiseres i den finansielle rapporteringen inngår de to engasjementene som en betydelig del av de totale tapsavsetninger som kommuniseres, og at når selskapet mottar ny informasjon som medfører at de tidligere kommuniserte tapsavsetninger ikke lenger kan legges til grunn, oppstår det asymmetri mellom hva markedet har grunn til å forvente, og hva selskapet forventer av mislighold og realiserbare verdier. Børsen skriver videre at det basert på utviklingen i tapsavsetningene, en forventning om økte inntekter, vesentlige kostnadsreduksjoner og ytterligere balansetilpasninger, ble kommunisert at det ikke var planlagt kapitalinnhenting i perioden ut 2017 for å nå de nye og økte kapitalmålsetningene, og at det 10 dager senere inntreffer to hendelser som endrer dette, i motsatt retning av det offentlige informasjonsbildet som banken har skapt.

Analysen

De fire analysene publisert etter offentliggjøring av fjerdekvartalsrapporten, samt sektorrapporten utarbeidet av Fondsfinans 4. april der det fremkommer at det er en risiko for at resesjonen i Stavanger-området kan utløse betydelige tap og et behov for ny kapital for Sandnes Sparebank, kan etter børsens oppfatning ikke tas til inntekt for at tapsavsetninger i den størrelse det har er snakk om var forventet så nært forestående. Børsen viser til at det samlet heller ikke var noen vesentlig endring i gjennomsnittsestimatet for analytikernes kursmål.

Informasjonsasymmetri – utvikling over tid

Ved vurderingen av om allmennheten villedes, må det ifølge børsen være relevant å se hen til utviklingen over tid. Desto mer informasjon utsteder besitter og dermed kan konkretisere i en børs melding, jo mer villedende vil det være ikke å offentliggjøre informasjonen.

Børsen viser til at det 17. mars forelå et anslag fra Fondsfinans på egenkapitalbehov på NOK 200-300 millioner, og at dette var basert på administrasjonens foreløpige intervaller for mulige tapsavsetninger. Usikkerhet og behov for avklaring med tanke på tapsavsetningenes størrelse, gir etter børsens syn noe rom for selskapet til ytterligere vurderinger før kriteriet om «at allmennheten ikke villedes» blir mer tungtveiende.

Slik Børsen ser det må graden av informasjonsasymmetri ha økt i den perioden hvor selskapet kontinuerlig hadde arbeidet med å vurdere tapsavsetningene, dvs. i perioden 7. mars til 30. mars, selv om det var liten aktivitet i påskeuken fra bankens side. Børsen antar at Fondsfinans og Pareto likevel må ha jobbet med emisjonsbehovet i perioden 17. – 30. mars, jf. presentasjonen de la frem 30. mars. At revisor etterspør oppdaterte tapsnotater 30. mars, gir ifølge børsen også en indikasjon på at arbeidsprosessen har kommet langt på dette tidspunkt. Slik børsen ser det vil ikke risikoen for at banken kunne bli nødt til justere tapsavsetningene etter en eventuell børs melding, fjerne det faktum at det forelå en betydelig ubalanse mellom den informasjon banken besatt og hva banken tidligere hadde kommunisert.

Feilprising

Børsen mener at det i perioden fra senest 17. mars og frem til børs meldingene 21. april forelå en betydelig feilprising av bankens egenkapitalbevis, og at markedet var villedet i perioden. Investorer som investerte i selskapet i denne perioden er påført tap som kunne vært unngått ved en tidligere offentliggjøring. Børsen viser herunder til at hendelsene og deres konsekvenser i form av tapsavsetninger må ha vært det elementet som var mest vesentlig i børs meldingene som ble offentliggjort 21. april, selv om det også fremkom annen relevant informasjon, ut over de to inntrufne hendelsene og de tilhørende nye tapsanslagene, blant annet om emisjonen og ytterligere tap i Q1. Kursfallet på 22,5 % den 21. april illustrerer ifølge børsen godt sensitiviteten i disse opplysningene, selv om børs melding på et tidligere tidspunkt med informasjon om tapene, men uten informasjon om at en garantert fortrinnsrettsemisjon var på plass, sannsynligvis ville medført et større kursutslag.

Skadevirkninger for banken

Børsen gir uttrykk for at den er innforstått med at det ville oppstått skadevirkninger for selskapet dersom man gikk ut med en børsmelding om de nye tapene uten samtidig å ha sikret en garantert emisjon, og at dette forholdet er vektlagt ifm. vurderingen av om selskapet hadde legitim interesse av å utsette offentliggjøringen.

Børsen mener imidlertid at dette likevel ikke kan være avgjørende for om allmenheten villedes av en utsettelse etter 30. mars gitt det informasjonsbildet banken skapte gjennom fjerdekvartalsrapporten. Som en konsekvens av den tidligere kommunikasjonen til markedet, er børsen av den oppfatning at selskapet ble forpliktet til å kommunisere de nye tapene og de tilhørende tapsanslagene til markedet selv om dette kunne få store konsekvenser for banken. Uten en slik forutgående «guiding» ville dette ifølge børsen stått seg helt annerledes.

Børsen mener slik forståelse av utsatt offentliggjøring også er i tråd med britiske tilsynsmyndigheters praksis, i form av veiledningen til *Financial Conduct Authority*, som ifølge børsen gir uttrykk for at det vil villedde allmenheten å holde tilbake informasjon om underliggende finansielle problemene, under henvisning til at det arbeides med tiltak.

Finanssektoren

Børsens forståelse er at selv om arbeidet med en etterfølgende emisjon kunne bli mer krevende ved en tidligere offentliggjøring av økte behov for tapsavsetninger/nedskrivninger, var ikke en emisjon avgjørende for selskapets overlevelsessevne eller for å oppfylle regulatoriske kapitaldekningskrav på kort sikt. Slik børsen forstår det var emisjonen snarere motivert ut fra et ønske om å oppfylle bankens kapitaldekningsmålsetninger, herunder var emisjonen størrelse slik at man ville oppnå en høyere kjernekapital etter emisjonen enn hva som var tilfelle før nedskrivningen ble foretatt. Børsen vurderer på denne bakgrunn ikke om det foreligger særskilte hensyn for banker og finansinstitusjoner hva gjelder utsatt offentliggjøring, eller om slike hensyn gjør seg gjeldende i foreliggende tilfellet.

Konklusjon

Per 30. mars må *tapsvurderingene* etter børsens oppfatning ha kommet så langt at hensynet til markedets behov for informasjon må veie tyngre enn bankens behov for ytterligere kvalitetssikring av informasjonen og potensielle skadevirkninger av ikke å kunne melde om en garantert emisjon. Gitt selskapets tidligere kommunikasjon til markedet gjennom fjerdekvartalsrapporten, var selskapets forventninger 30. mars til fremtidige tap betydelig høyere enn hva markedet hadde grunn til å forvente, og man må ha hatt en klar oppfatning av hvilke størrelsesorden tapene ville utgjøre. Herunder at dette ville medføre et betydelig dårligere resultat for årsregnskapet 2015 eller Q1 2016 enn hva markedet hhv. var kjent med eller hadde grunn til å forvente basert på bankens tidligere kommunikasjon. Uavhengig av om man endte med å ta tapene på 2015 eller Q1 2016 representerer disse ifølge børsen en vesentlig endring av tidligere tapsanslag. Det offentlige informasjonsbildet, skapt av banken, er ifølge børsen et vesentlig annet enn det de tilbakeholdte opplysningene tilsier, og børsen mener derfor at allmenheten ble villedet av utsettelsen senest 30. mars 2016.

Bortfall av vilkårene for utsatt offentliggjøring

Børsen viser til at banken iverksatte utsatt offentliggjøring 17. mars og at grunnlaget for utsatt offentliggjøring av *tapsvurderingene* etter børsens mening falt bort senest den 30. mars. Børsen mener at alle vilkårene for utsettelse må være oppfylt i hele den perioden adgangen benyttes, og at det ville vært mulig å gå ut med en børsmelding som beskrev de to inntrufne hendelsene og anslag for hvilke nye tapsavsetninger man så for seg den 30. mars.

Børsens praksis i tidligere saker

Børsen viser til vedtaket mot Northland Resources S.A. (Vedtak og uttalelser 2013, side 112) og Wega Mining-saken (Vedtak og uttalelser 2009, side 73) og gir uttrykk for at disse sakene ikke gir noen veiledning for hvor nivået for å villedde allmenheten ligger. I Northland-saken ble problemstillingen ifølge børsen ikke satt på spissen, nettopp fordi beslutning om utsatt offentliggjøring kom etter at meldepliktig innsideinformasjon hadde oppstått. I Wega Mining-saken i forelås det ikke legitime interesser, og børsen drøftet derfor ikke hvorvidt en tilbakeholdelse av informasjonen ville vært villedende.

Emisjonen

Børsens vurdering er seg noe annerledes for prosessen som ledet frem til planen om å gjennomføre fortrinnsrettsemisjonen. Her antar børsen at det oppstod innsideinformasjon på et senere tidspunkt og at det forelås grunnlag for utsatt offentliggjøring frem til beslutning om å foreslå en slik transaksjon for forstanderskapet. Dette til tross for at selskapet hadde kommunisert at det ikke forelås noen plan om emisjon i 2016. Børsen viser til at selskapet har redegjort for at dette ikke var ment som guiding, men en faktaopplysning som lå til grunn for kapitalmålsetningene. Dette tas til etterretning av børsen, og uansett ville en børsmelding om økte tapsavsetninger ifølge børsen klart nok gitt uttrykk for at forutsetningene for kapitalmålsetningene kommunisert i Q4 rapporten ikke lenger ville være korrekte.

5.4 Overtredelsesgebyr

Børsen legger til grunn at selskapet, ved ikke å informere markedet senest 30. mars 2016 om at hendelsene 5.-7. mars ville medføre betydelige nye tapsavsetninger, har overtrådt verdipapirhandelloven § 5-2 første ledd jf. Løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper pkt. 3.1.1.

Børsen viser videre til at den kan ilegge overtredelsesgebyr for brudd på selskapets løpende informasjonsplikt etter verdipapirhandelloven §§ 5-2 og 5-3, jf. verdipapirhandelloven § 17-4 tredje ledd tredje punktum og § 15-1 annet ledd, verdipapirforskriften § 13-1. Overtredelsesgebyret tilfaller statskassen, jf. verdipapirhandelloven § 17-4 fjerde ledd annet punktum.

Børsen opplyser at den i valg og utmåling av sanksjon har sett hen til avgjørelser i lignende saker vedrørende brudd på informasjonsplikten, men bemerker at denne saken skiller seg noe fra tidligere saker ved at Sandnes Sparebank besluttet og iverksatte utsatt offentliggjøring, herunder varslet børsen, på tidspunktet hvor det oppstod innsideinformasjon. I de øvrige sakene var det ikke fattet slik beslutning eller beslutningen ble fattet etter at det oppstod innsideinformasjon. Sakene gir likevel ifølge børsen noe veiledning for hvilke hensyn som er relevante for å fastsette sanksjonsnivået. Børsen gjennomgår på denne bakgrunn sakene Wega Mining ASA (2009), Sevan Marine ASA (2011), Bionor Pharma ASA (2011), Northland Resources S.A. (2013), Scana Industrier ASA (2015).

Børsen bemerker at det ved vurderingen av utmåling i foreliggende sak er sett hen til at selskapet underrettet børsen om forholdet på det tidspunkt det oppstod innsideinformasjon, oppdaterte børsen i etterkant, førte innsidelister og at det ikke er avdekket tegn på lekkasje av informasjon. Bruddet består ifølge børsen derfor i at banken feilaktig har vurdert at vilkåret for utsatt offentliggjøring var oppfylt i hele perioden, men kommenterer at forpliktelsene til å vurdere dette riktig påhviler selskapet. Børsen viser videre til at de nåværende informasjonspliktreglene trådte i kraft i 2005. Dette er den første saken under dette regelverket hvor børsen sanksjonerer et selskap for ikke å ha oppfylt informasjonsplikten i en situasjon der selskapet faktisk hadde besluttet og

iverksatt utsatt offentliggjøring korrekt. Overtredelsesgebyret bør derfor etter børsens vurdering settes noe lavere enn hva en ren sammenligning med de ovennevnte saker indikerer.

Etter en totalvurdering kommer Oslo Børs til at overtredelsesgebyret passende settes til fire ganger årlig kursnoteringsavgift lik 658.400,- kroner.

6. Klagers anførsler

6.1 Innledning

Børsens vedtak påklages i brev 7. september 2016 fra advokatfirmaet Schjødt på vegne av selskapet. Klager ber om at vedtaket oppheves under henvisning til feil faktum og uriktig rettanvendelse.

Klagers anførsler er i hovedtrekk som følger:

- Børsens påstand om at banken var forpliktet til å offentliggjøre en børsmelding 30. mars 2016 basert på det generelle informasjonsbildet i markedet beror på rettslig uholdbar fortolkning av vilkåret om villedning av allmennheten.
- Fjerdekvartalsrapporten ga uansett ikke grunnlag for en forventning om at større nedskrivninger ikke var nært forestående, og en slik forventning forelå heller ikke.
- Det forelå ingen relevant feilprising til hinder for utsatt offentliggjøring, og feilprisingen oppveies uansett av skadevirkningene for banken ved å sende en fremskutt børsmelding.
- En børsmelding 30. mars med foreliggende usikkerhet ville uansett vært egnet til å villedde allmennheten. Børsen legger feilaktig rettslig norm til grunn når den mener at et børsnottert selskap ikke kan utsette offentliggjøring i en slik situasjon.

Klager redegjør også for børsens saksbehandling og anfører at den har vært lite åpen, og at anførslene mot banken har endret seg underveis. Klager mener det på denne bakgrunn er viktig for banken å få en fornyet vurdering av saken fra Børsklagenemnden, og at de herunder legger til grunn at Børsklagenemnden vil gjøre en full ny behandling, og at de anførte feil og svakheter ved børsens saksbehandling vil bli reparert ved dette.

6.1 Rettslig utgangspunkt

Lovregler

Klager viser til at spørsmålet om allmennheten ble villedet må avgjøres basert på foreliggende rettskilder og praksis, og at informasjonsplikten og adgangen til å utsette offentliggjøring er lovregulert. Klager påpeker at Oslo Børs ikke har rettslig adgang til å forvalte reglene på en annen måte enn det rettskildebildet gir anvisning på, og at innenfor rammene av rettskildene må de børsnotterte selskapene ha en rimelig skjønnsmargin i sin håndtering av informasjonsplikten og vilkårene for utsatt offentliggjøring. Klager anfører at den normen børsen formulerer for villedning av allmennheten ikke er i samsvar med det foreliggende rettskildebildet eller hensynene bak reglene.

Klager mener herunder at børsen ikke har forholdt seg til vilkåret om «*kvalifisert villedelse*» som nærmere beskrevet i børssirkulær 3/2005, og som banken har forholdt seg til i sin praktisering av reglene. Klager er enig i at «*graden av feilprising*» og om «*utsteder selv har bidratt til at allmennheten blir villedet*» er relevante momenter, og viser til forarbeidene, men anfører at det også fremkommer av forarbeidene at disse momenter inngår i en avveining mellom selskapets interesser og skadevirkningene for markedet, og mener børsen ikke har foretatt slik interesseavveining.

Retningslinjer fra ESMA

Klager legger til grunn at retningslinjene fra ESMA, selv om de kun forelå i utkastets form på det tidspunkt saken gjelder og knytter seg til en forordning som ikke er inntatt i norsk rett, vil kunne ha en relevans i den utstrekning de må anses som en kodifisering av fortolkninger av villedningsvilkåret som kan støttes på foreliggende rettskildefaktorer, men slik at det ikke vil være rettslig holdbart å basere et overtredelsesgebyr på ESMA-retningslinjene som sådan.

Ifølge klager synliggjør retningslinjene at det må dreie seg *markant* motstrid mot en *konkret* forutgående kommunikasjon, og mener dette prinsippet synes å harmonere godt med retningslinjene fra de norske rettskildefaktorene. Klager poengterer at en ny opplysning som avviker fra en *generell retning* i selskapets forutgående kommunikasjon eller fra et *overordnet budskap* om utviklingen i selskapet mv. etter ESMA-retningslinjene ikke innebærer at allmennheten villedes (og utsatt offentliggjøring er utelukket). Ifølge klager skal retningslinjene skape klarhet og forutberegnelighet, og myndighetene kan ikke i ettertid overprøve det børsnoterte selskapets beslutning om å utsette offentliggjøring basert på skjønnsmessige vurderinger av faktum og jus.

Praksis

Når det gjelder praksis, viser klager til at Oslo Børs ikke har sanksjonert noen selskaper som har underrettet børsen om utsatt offentliggjøring for å ha villedet allmennheten etter at gjeldende informasjonspliktregler ble innført i 2005. Klager skriver at «med det høye antallet tilfeller av utsatt offentliggjøring som må antas å ha forekommet over 11 år, indikerer dette i seg selv at terskelen for å anføre at et børsnotert selskap har villedet allmennheten har ligget høyt». Klager mener det heller ikke er korrekt når børsen legger til grunn at sakene Northland Resources S.A. og Wega Mining ASA, som begge gjelder sanksjoner for brudd på informasjonsplikten i tilfeller av forutgående «guiding», ikke er relevante, men mener at disse sakene underbygger at terskelen for villedning ligger høyt, og at det også har vært oppfattet slik blant markedsaktørene.

Strengt fortolket vil vilkåret om villedning av allmennheten, ifølge klager, aktualiseres i nærmest enhver situasjon av utsatt offentliggjøring, og ville derfor i tilfelle vært et tilbakevendende tema, med behov for avklaringer av hvilken forutgående markedskommunikasjon som utelukker senere utsatt offentliggjøring, hvordan markedsforventninger skal dokumenteres mv. Etter 11 år med et regime for utsatt offentliggjøring finnes det ifølge klager ikke holdepunkter i børsens presedensarkiver for at dette har vært et slikt gjengangertema. Det er heller ikke offentliggjort generell veiledning fra Oslo Børs om temaet, ut over de kortfattede punktene i børs sirkulæret.

Klager mener overtredelsesgebyret mot banken representerer en betydelig innskjerpelse av børsens praktisering av vilkåret om villedning av allmennheten sammenholdt med det som tidligere har vært kommunisert og praktisert, og at børsen ikke har anført noen holdepunkter fra tidligere praksis eller tolkningsuttalelser som skulle bære bud om en slik innskjerpelse.

Formål

Klager anfører videre at børsen ikke drøfter hensynet bak informasjonsplikten og regimet om utsatt offentliggjøring i vedtaket. Basert på direktivbestemmelser og fortale viser klager til at formålet med den børsrettslige informasjonsplikten er å sikre markedet tilgang til adekvat, korrekt og ikke villedende informasjon. Regimet om utsatt offentliggjøring er innført for å gi børsnoterte selskaper adgang til å holde opplysninger konfidensielle der hensynet til selskapet tilsier dette, og kriteriene for når utsatt offentliggjøring ikke er tillatt skal være så presise og spesifikke som mulig.

Gitt risikoen ved å trå feil, med påstander fra børsen om å ha villedet markedet og medvirket til at transaksjoner, potensielt i en lang periode, har blitt sluttet på uriktige kurser, er det ifølge klager svært

viktig at kriteriene for utsatt offentliggjøring er så klare og tydelige som mulig, og at de børsnoterte selskapene innrømmes en fornuftig skjønnsmargin.

På denne bakgrunn mener klager det riktige er, slik børsen ifølge klager hittil synes å ha gjort, å utvise en viss tilbakeholdenhet på dette feltet, og kun anvende vilkåret om villedning av allmennheten der det foreligger villedning etter klare kriterier, faktisk så vel som rettslig.

6.2 Påstand om at banken guidet markedet

Klager viser til børsens påstand om at banken gjennom delårsrapporten for fjerde kvartal 2015 var med på å «sementerte markedets oppfatning om at større nedskrivninger neppe er forestående», og at selskapet ble forpliktet til å kommunisere de nye tapene og de tilhørende tapsanslagene til markedet selv om dette ifølge klager kunne få store konsekvenser for banken. Klager viser spesifikt til børsens uttalelse om at «uten en slik forutgående 'guiding' ville dette stått seg helt annerledes».

Klager mener at det rettslige utgangspunktet for når «guiding» medfører at nye omstendigheter skal offentliggjøres umiddelbart, følger av børssirkulære 3/2005, jf. også børssirkulære 4/2003 om fremtidsutsikter. Klager referer herunder til at det i børssirkulære 4/2003 uttales at guiding vil kunne utløse en umiddelbar informasjonsplikt «når selskapet avdekker avvik i forhold til selskapsskapte forventninger, dvs. forventninger som kan spores tilbake til informasjon selskapet selv har gitt», og at guiding eller informasjon om fremtidsutsikter omtales som «fremtidsinformasjon utarbeidet på grunnlag av forutsetninger om fremtidige hendelser som ledelsen forventer vil finne sted, og eventuelle handlinger som ledelsen forventer å foreta seg pr den dato informasjonen utarbeides.»

Klager viser til at bankens finansielle rapportering, både for fjerde kvartal 2015 og tidligere kvartaler, er utarbeidet for å overholde bankens forpliktelser etter IFRS-standard for delårsrapportering, IAS 34, og at i delårsrapportene presenteres i all hovedsak historiske forhold. Banken er uenig i at påpekning av positiv utvikling i kvartalet skal fortolkes som en «guiding» for fremtidig utvikling, og viser til at utsiktene fremover ble kun kort kommentert avslutningsvis, og uttrykte et helt annet budskap enn det Oslo Børs indikerer.

Klager viser herunder til at et engasjement kommer på listen over tapsutsatte når det har forekommet faktiske hendelser eller begivenheter i engasjementet som utløser behov for nedskrivning. Hvorvidt et engasjement er på denne listen eller ikke, er derfor knyttet til historiske forhold, og ikke til antagelser fra bankens side om hvilke engasjementer som risikerer å måtte bli nedskrevet helt eller delvis i kommende regnskapsperioder. Klager påpeker videre at bankens forventninger til nivået på fremtidige tap fremkommer av kvartalsrapportens avsnitt for fremtidsutsikter.

Klager er heller ikke enig i børsens oppfatning om at kvartalsrapportens nye og oppdaterte mål for fremtidig kjernekapital er med på å sementere markedets oppfatning om at større nedskrivninger neppe er forestående. Klager viser for det første til at bakgrunnen for at banken øker sine målsetninger for fremtidig kjernekapital er de skjerpede krav fra Finanstilsynet stilt til konkurrerende banker, og at det også fremkom av det aktuelle punktet i delårsrapporten at de nye kapitalkravsmålsetningene var «i tråd med markedspraksis og basert på det styret oppfatter som Finanstilsynets forventninger». For det annet var de nye målsetningene ifølge klager hverken ment eller kommunisert som noen guiding med hensyn til fremtidig nivå på tapsnedskrivninger.

Klager mener videre at forventet økning i «andre inntekter» for 2016 – som gjelder annet enn renteinntekter – ikke sier noe om sannsynligheten for tap på engasjementer eller nedskrivninger, og at tilsvarende gjelder kostnadsreduksjoner, balansetilpasninger og de andre hovedpunktene trukket frem i børsmeldingen som gjelder historiske forhold. Klager viser til at banken på disse parameterne i

påfølgende kvartal også leverte som forventet. Uttalelsen om emisjon dreide seg kun om en presisering av at kapitalmålsetningene ikke var basert på en forutsetning om dette i 2016, og er ikke relevant for vurderingen.

Klager mener ovennevnte spesielt må gjelde når den aktuelle kvartalsrapporten faktisk inneholdt opplysninger om forventninger fremover under punktet «utsikter» og tegner et nyansert bilde av bankens stilling og fremtidsutsikter, herunder at den forventer å møte «markedsmessige utfordringer» i 2016 og formulerer derfor sin samlede forventning til året som nettopp «utfordrende». I tillegg viser klager til at banken øker sitt anslag for forventede tapsavsetninger til et av de høyeste nivåene i bransjen, og at når banken opplyser å ha en streng praksis for å bokføre tapsavsetninger er dette, i den aktuelle markedssituasjon, også med på å øke risikoen for at det kan forekomme nedskrivninger.

Klager argumenterer videre med at det heller ikke i forkant av delårsrapporten for fjerde kvartal 2015 var gitt informasjon som ga grunnlag for oppfatning om at større nedskrivninger neppe var nært forestående, og at det også av den grunn er uriktig å tale om «sementering» av en slik oppfatning gjennom delårsrapporten.

Klager mener det er vanskelig å skjønne hva banken i tilfelle skulle ha tatt ut av eller satt inn i fjerdekvartalsrapporten dersom banken hadde ønsket å beholde muligheten til å utsette offentliggjøring om mulige tap på engasjementer med tilhørende emisjon, herunder om den måtte ha aktivt «guidet» på muligheten for store og nært forestående tapsnedskrivninger. Dette ville i tilfellet ifølge klager underbygget påstanden om at «det ikke kun er tale om en innskjerpelse av praksis for utsatt offentliggjøring, men i realiteten et helt nytt regime».

Klager anfører at under enhver omstendighet har markedet ikke generelt vært av den oppfatning at det ikke kunne komme nedskrivninger i banken. Tvert imot har risikoen for tap i bedriftsmarkedet i Rogaland og oljesektoren kanskje vært det mest omtalte risikoforholdet i norsk offentlighet våren 2016. Opplysningene i bankens fjerdekvartalsrapport endret ikke på dette. Klager mener dette resonnementet bekreftes av analytikernes vurderinger, og viser herunder til at av de fire analytikerne som følger banken, gjorde tre analytikere relativt små justeringer etter offentliggjøring av fjerdekvartalsrapporten, hvorav to litt ned og én litt opp, mens den fjerde – Swedbank – økte sitt kursmål betydelig. Det er sentralt for banken å få frem at én analyse ikke kan danne basis for hva som er markedets forventninger, og spesielt ikke i en situasjon der vedkommende skiller seg klart ut fra det øvrige analytikerkorpsset.

Ifølge klager er det vanskelig å tro annet enn at en «sementering» fra bankens side av at det ikke kunne påregnes nedskrivninger ville blitt oppfattet som positivt av analytikerne, men ifølge klager var realiteten den motsatte ved at tre av fire analytiker økte sine forventninger til tap i banken. Klager anfører også at det var alminnelig kjent og lagt til grunn blant analytikere etter offentliggjøring av bankens fjerdekvartalsrapport at det var risiko for større nedskrivninger og potensielt emisjon i banken, og som eksempel refereres fra Fondsfinans sektorrapport 4. april 2016 der det herunder gis uttrykk for at banken *«has so far avoided a share issue, but there is still a risk that the recession in the Stavanger area will trigger heavy losses and need for new equity»*.

Klager mener at dersom det hadde vært riktig slik Oslo Børs hevder at det forelå en forventning i markedet om at det neppe kunne påregnes større nedskrivninger i Sandnes Sparebank, burde det være relativt enkelt å dokumentere dette, og slik dokumentasjon vil også være et vilkår for å kunne legge forventningen til grunn som en basis for overtredelsesgebyr. Ifølge klager gjelder dette i alle fall når det er tale om en forventning banken selv ikke har fanget opp, og heller ikke de finansielle rådgiverne, ikke analytikeren i Fondsfinans nevnt over «og – tilsynelatende - heller ikke Oslo Børs selv». Klager

mener det også er tale om en forventning som fremstår som overraskende, gitt at muligheten for tap i de store bankene i Rogaland var et tema høyt på den offentlige dagsorden i hele den aktuelle perioden.

Etter klagers skjønn må det legges til grunn i Børsklagenemndens faktumvurdering at det ikke forelå en slik forventning som Oslo Børs har påstått.

6.3 Påstand om feilprising – avveining mot skadene for banken

Klager legger til grunn at ettersom det ikke forelå guiding fra bankens side, kunne banken utsette offentliggjøring av de mulige nedskrivningene i de to engasjementene uten å villedde allmennheten. Klager oppfatter imidlertid at børsen også mener at den informasjonsasymmetri og tilhørende feilprising som oppsto er relevante momenter i vurderingen.

Klager refererer til at børsen i sitt vedtak gir uttrykk for at et element i vurderingen er «graden av feilprising av de finansielle instrumentene», og klager viser videre til at kriteriet skriver seg fra forarbeidene, hvor Finanstilsynet (den gang Kredittilsynet) ved forberedelsen av de norske informasjonspliktreglene til gjennomføring av markedsmisbruksdirektivet la til grunn at vilkåret om villedning av allmennheten som utgangspunkt var knyttet til en skjønnsmessig interesseavveining (høringsnotatet av 14. januar 2005 pkt. 3.3.2):

«Poenget må være at ikke enhver ulempe for selskapet medfører en adgang til å utsette offentliggjøring. *Selskapets interesser må avveies mot de mulige skadevirkninger av en utsettelse for markedet, f.eks dersom utsatt offentliggjøring kan føre til en vesentlig feilprising av selskapets aksjer.* Et annet moment vil være om selskapet selv har bidratt til at allmennheten kan bli villedet av utsettelsen» (uthevet her)

Basert på denne uttalelsen hevder klager at feilprising vil kunne underbygge at allmennheten villedes dersom feilprisingen er *vesentlig* og overstiger hensynet til selskapets interesser i å utsette offentliggjøring, men at børsen uten nærmere forklaring har sett bort fra forarbeidenes uttalelser om en interesseavveining på dette punkt.

Når det gjelder børsens henvisning til veiledning fra den britiske finanstilsynsmyndigheten FCA, kommenterer klager at informasjonspliktreglene for det første har blitt nokså ulikt praktisert i ulike europeiske land, både hva gjelder innsidedefinisjonen og de ulike vilkår for utsatt offentliggjøring. Som utgangspunkt gir det liten mening å plukke enkeltelementer fra et fremmed lands praktisering av ett kriterium uten å se dette i sammenheng med f.eks. hvordan informasjonspliktregimet for øvrig håndteres. Dertil kommer at de børsnoterte selskapene ifølge klager ikke rimeligvis skal måtte orientere seg i utenlandsk myndighetsveiledning ved sin håndtering av den løpende informasjonsplikten. Klager mener veiledning fra utenlandske tilsynsmyndigheter i tråd med dette har liten eller ingen rettskildevikt, og kan for norske formål ikke tilsidesette forarbeidenes anvisning på at det skal foretas en interesseavveining. For det annet har børsen etter det klager kan se uansett misforstått den britiske veiledningen, fordi den ifølge klager er en fortolkning av rekkevidden av kriteriet *legitimate interesser* i tilfeller der «*the financial viability of the issuer is in grave and immediate danger*», jf. den tilsvarende norske bestemmelsen i verdipapirhandelloven § 5-3. FCA sier ifølge klager ikke noe om hvorvidt et foretak som har identifisert negative hendelser og igangsatt reparerende tiltak vil villedde allmennheten ved å utsette offentliggjøring om dette.

Klager argumenterer videre med at et kursfall på 22,5 % som vist til av børsen, ikke korresponderer med nedskrivningenes økonomiske betydning for egenkapitalbevisene i banken. Kursfallet tilsvarer ifølge klager et fall i verdien på egenkapitalbevisene i banken på ca. NOK 114 millioner, mens kun NOK 29 millioner av bankens negative resultat på ca. NOK 146 millioner etter nedskrivningene ble henført til eierandelskapitalen. Det fremstår for klager som lite nærliggende å anta at markedet priset inn en

vesentlig større reduksjon i verdien av egenkapitalbevisene knyttet til tapsnedskrivningene enn det som reelt ville bli belastet disse.

På denne bakgrunn virker det for klager som en nærliggende slutning at kursfallet på 22,5 % i størst grad kan tilskrives de andre elementene som ble børsmeldt samme dag. Dette gjelder ifølge klager særlig fortrinnsrettsemissjonen på NOK 350 millioner, og det vises til at fortrinnsrettsemissjoner uten fastsatt kurs erfaringsmessig kan gi relativt betydelig kursnedgang. Eksempelvis falt Sparebanken Vest 13,5 % da banken annonserte sin fortrinnsrettsemissjon høsten 2015. Dertil viser klager til at banken offentliggjorde betydelige tapsavsetninger på andre engasjementer for første kvartal 2016 og at liten likviditet i egenkapitalbeviset generelt reduserer utsagnskraften i kursbevegelsene.

Klager mener det på denne bakgrunn er krevende å tallfeste nøyaktig hvor stor «feilprisingen» var ved at hendelsene i de to engasjementene ikke var børsmeldt på et tidligere tidspunkt. Klager viser til at banken uttaler at en børsmelding på et tidligere tidspunkt ville kunne medført «større kursutslag» og klager kommenter at det faktisk at en slik melding ville vært egnet til å medføre *overdrevne* markedsreaksjoner – og slik sett i realiteten ville de markedet – imidlertid ikke kan brukes som et argument for at det forelå korresponderende høy «feilprising». Samlet sett må det etter klagers oppfatning legges til grunn at kursutslaget på 22,5 % kun for en del skyldtes hendelsene i de to engasjementene, og følgelig at «feilprisingen» ikke var «vesentlig», og under enhver omstendighet var atskillig lavere enn det man ser i en rekke situasjoner av utsatt offentliggjøring, alt fra oppkjøpstilbud, emisjoner, restruktureringer mv.

Klager anfører at dersom feilprisingen benyttes som moment i vurderingen, må denne etter forarbeidene avveies mot de ulemper og skadevirkninger en offentliggjøring på det aktuelle tidspunktet hadde medført for banken. Klager mener ulempene knytter seg til to forhold; sporing av den planlagte emisjon og at banken hadde risikert å bli satt i spill.

Klager mener at børsens forutsetning om at en emisjon kunne bli mer krevende ved en tidligere offentliggjøring, men at den ikke var avgjørende for selskapets overlevelsessevne eller for å oppfylle regulatoriske kapitaldekningskrav på kort sikt, bygger på en misforståelse av de faktiske forhold.

For det første viser klager til at bankens finansielle rådgivere Pareto Securities og Fondsfinans i brev 19. august 2016 til børsstyret har redegjort for hvorfor en børsmelding 30. mars 2016 hadde medført betydelig risiko for at banken ikke ville være i stand til å gjennomføre den nødvendige emisjonen på et senere tidspunkt. De viser herunder til at etablering av et eventuelt garantikonsortium allerede før den 30. mars 2016 i lys av situasjonen måtte skjedd til betingelser som ikke ga banken nødvendig sikkerhet for gjennomføring av emisjonen, og derfor ikke var et alternativ. Etablering av et tegningssyndikat for en rettet emisjon i en slik situasjon ville heller ikke vært mulig. Banken hadde etter deres vurdering ikke aktuelle og realistiske handlingsalternativer til å utsette offentliggjøring. Klager anfører at børsen synes å overprøve tilretteleggenes vurderinger av hvilken betydning en offentliggjøring 30. mars ville hatt for emisjonsarbeidet uten å gå inn i de faktiske problemstillinger Pareto Securities og Fondsfinans påpeker, og kun basert på en overfladisk henvisning til børsens egen «forståelse».

For det andre er det ifølge klager feil når børsen gir uttrykk for at en emisjon ikke var nødvendig, men kun noe banken gjorde «ut fra et ønske om å oppfylle bankens kapitaldekningsmålsetninger». Realiteten var ifølge klager at en emisjon var kritisk nødvendig for banken i den situasjonen som hadde oppstått. Klager viser til at de samlede nedskrivningene børsmeldt 21. april medførte at bankens kjernekapitaldekning ble redusert til 12,1 %, og derved for banken nær kapitaldekningskravene på 11,5 % etter Pilar 1, men at det ikke er slik at det ikke er av avgjørende betydning for en bank å oppfylle Finanstilsynets kapitaldekningsforventninger også ut over dette. Markedet ville ifølge klager ikke ha lest dette slik at banken bare risikerte å bryte egne kapitaldekningsmålsetninger, men ville sett hen til at Finanstilsynet gjennom flere uttalelser i markedet og i møte med de store bankene har signalisert

krav om ren kjernekapitaldekning på 14 – 14,5 %. Slike myndighetskrav, som har utløst emisjoner i flere større sparebanker, ville også ifølge klager kunne forventes for banken.

En melding om tap i den aktuelle størrelsesorden ville ifølge klager ha medført at det ikke var realistisk for banken å nå det styret oppfattet som Finanstilsynets forventninger om kapitalkravsmåsetninger uten en emisjon, og effektene av å ikke overholde Finanstilsynets forventninger til kjernekapital kan være svært negative, og vil f.eks. kunne medføre at banken ikke tillates å betale renter på kjernekapital og ansvarlig kapital (fondsobligasjoner og ansvarlige lån), noe som innebærer at banken blir utelukket fra markedet for slike instrumenter i lang tid. På denne bakgrunn var en emisjon ifølge klager motivert ut fra et ønske om å oppfylle Finanstilsynets forventninger til kjernekapital, og når det oppsto risiko for at måletsetningene ikke kunne nås ved balansetilpasninger mv., var en emisjon kritisk for markedets tillit til banken fremover. Usikkerheten skapt ved en slik melding kunne slik klager ser det *i seg selv* medført svikt i bankens funding, risiko for at innskuddsmassen ble redusert, og satt både kunde- og aksjonærverdier i spill, helt ute av proporsjoner i forhold til de aktuelle tapsavsetningenes reelle betydning for bankens virksomhet.

Klager viser til at børsen i saken vedrørende Wega Mining la til grunn at selskapet måtte kunne utsette offentliggjøring så lenge man arbeidet med en emisjon for å unngå å skade selskapets aksjonærer i for stor grad, til tross for den nokså åpenbare motstriden mellom selskapets kommunikasjon og de faktiske forhold. Klager mener at børsen i sin vurdering av utsatt offentliggjøring i Wega Mining-saken synes å ha lagt vekt på hensynet til selskapet og dets aksjonærer i en emisjonssituasjon på en måte som også banken burde kunne festet lit til.

Klager viser også til at det under den kommende markedsmisbruksforordningen, som nå er gjeldende rett i EU, vil det for banker og andre kredittinstitusjoner bli innført særskilte regler for utsatt offentliggjøring også i situasjoner der allmennheten villedes. Formålet er å ivareta hensynet til «*the financial stability of the issuer*» og «*preserve the stability of the financial system*». Bestemmelsen synliggjør ifølge klager at det gjør seg gjeldende særskilte hensyn for kredittinstitusjoner i slike situasjoner, og at muligheten til å finne løsninger uten offentlighet kan være nødvendig for å sikre finansiell stabilitet for banken og det finansielle systemet.

6.4 Subsidiær anførsel om at børs melding 30. mars ville vært villedende

Subsidiært gjør klager gjeldende at en børs melding 30. mars 2016 uansett ville vært villedende og følgelig at det ikke var noe regelbrudd av banken å ikke offentliggjøre denne.

Klager viser til at formålet med informasjonspliktreglene er å gi markedet korrekt og ikke-villedende informasjon, og at det ligger i sakens natur at vilkåret for utsatt offentliggjøring om at allmennheten ikke villedes ikke kan forstås slik at det forplikter selskapet til å sende en melding som i seg selv kan være villedende. Klager viser herunder til juridisk teori knyttet til markedsmisbruksforordningen (som viderefører hovedprinsippene fra markedsmisbruksdirektivet) jf. særlig *Lau Hansen*, Say when: When must an issuer disclose inside information? Publisert i Nordic & European Company Law Working Paper 1. juni 2016.

I tilfeller av uavklarte forhold kommer det ifølge klager også inn i bildet at børs meldinger på et tidlig stadium kan være egnet til å «gi falske, uriktige eller villedende signaler om finansielle instrumenter», og følgelig representere markedsmanipulasjon jf. verdipapirhandelloven § 3-8 annet ledd nr. 3. Klager viser i den anledning til rapport fra European Securities Markets Expert Group (ESME) om *Market abuse EU legal framework and its implementation by Member States: a first evaluation (2007)*.

Klager viser til at børsen ikke synes å feste lit til bankens opplysninger om status i vurderingsprosessene 30. mars 2016, noe banken finner beklagelig, men slik at banken innser at det foreligger mindre skriftlig

dokumentasjon fra bankens interne vurderingsprosesser i denne perioden enn det som ville vært ønskelig i lys av børsens undersøkelser. I denne sammenheng velger imidlertid klager å fokusere på det som ifølge klager fremstår som uomtvistet, nemlig (i) at banken per 30. mars 2016 ikke visste hvor store nedskrivningene ville bli, (ii) at finansiell due diligence akkurat var påbegynt med tilhørende risiko for høyere nedskrivninger på flere engasjementer, (iii) at banken ikke visste om samlede nedskrivninger ville bli av en slik størrelse at banken kunne risikere brudd med kapitaldekningskravene, (iv) at banken ikke visste i hvilken utstrekning nedskrivningene ville bli henført til hhv. årsregnskapet for 2015 og første kvartal 2016 (v) at banken ikke hadde avklart hvor stor del av nedskrivningene som skulle tas på eierkapitalen kontra den eierløse kapitalen. Bankens hadde omfattende dialog internt og med revisor for å avklare hvordan eventuelle tap skulle fordeles i de ulike scenarioer basert på en tolkning av finansforetakslovens § 10-17 om overskudd og § 10-19 om underskudd. Bankens vurdering var at det ville være uforsvarlig å offentliggjøre en melding før dette var avklart. Klager redegjør nærmere for ovennevnte forhold, og anfører at det på denne bakgrunn i sum forelå usikkerhet på vesentlige punkter knyttet til de mulige tapsnedskrivningene per 30. mars 2016.

Etter bankens vurdering blir det for lettvinnt når børsen uttrykker at markedet er godt egnet til å håndtere usikkerhet, gitt at forutsetningene for denne usikkerheten identifiseres, og mener for tidlig offentliggjøring av informasjon kunne medføre unødvendige svingninger som kan virke uheldig for både utstederselskapet og markedet for øvrig. Klager viser herunder til uttalelsene i rapporten fra European Securities Markets Expert Group. Ifølge klager må det derfor gjøres en konkret vurdering av den foreliggende situasjon ut over en anførsel om at markedet generelt er i stand til å håndtere usikkerhet.

Uavhengig av hvordan en børs melding hadde blitt formulert i banken per 30. mars 2016, ville den ifølge klager ikke gitt adekvat informasjon til markedet. Meldingen ville, slik klager ser det, vært prematur både med hensyn til nedskrivningenes størrelse, hvor kritisk situasjonen var for banken, hvordan banken ville håndtere det, og utvilsomt utløst en bølge av spekulasjoner. Markedet ville ifølge klager oppfattet meldingen som et umiddelbart emisjonsvarsel.

Klager anfører at børsen ikke har forklart hvilke avklaringer som etter børsens oppfatning fant sted fra 17. mars (nest siste arbeidsdag før påske) til 30. mars (andre arbeidsdag etter påske). Uavhengig av hvilket faktum man legger til grunn med hensyn til status i bankens vurderingsprosesser, er det ifølge klager ikke noe grunnlag for å mene at de ovennevnte uklarhetspunktene – usikkerhet med hensyn til nedskrivningenes størrelse, betydning for kapitalkrav, manglende due diligence, manglende avklaring mht. regnskapsmessig periodisering og belastning på eierkapital - var nevneverdig mindre reelle den 30. mars enn den 17. mars. Den risikoen for villedning som børsen ser den 17. mars var dermed ifølge klager ikke merkbart redusert – selv om man skulle mene at bankens anslag over tapenes størrelse på dette tidspunktet var beheftet med noe mindre usikkerhet.

Ved vurderingen av om en børs melding kunne være villedende per 30. mars, mener klager at børsen synes å vri på vurderingsnormen, slik at vurderingstemaet som oppstilles for informasjonsplikt per 30. mars er om det er *stor risiko* for at informasjonen selskapet går ut med er *fundamentalt feil*. Klager mener at børsnoterte selskaper rimeligvis ikke kan være forpliktet til å børsmelde et uavklart forhold basert på en slik norm. Det korrekte skjønnsstemaet må ifølge klager være om man har kommet til et punkt der informasjonen ikke lenger vil kunne være villedende for markedet, og viser til ovennevnte juridisk teori (Lau Hansen). Klager viser videre til at en børs melding offentliggjøres av selskapet på eget ansvar, og kan i ytterste konsekvens eksponere styre og ledelse for erstatningssøksmål og påstander om å ha manipulert markedet ved «falske, uriktige eller villedende signaler». Det kan etter klagers oppfatning ikke etableres et regime der styret og ledelsen må balansere på en hårfin linje mellom potensielt å villedde markedet ved en prematur melding som i ettertid kan vise seg å være vesentlig feil og utløse krav eller sanksjoner for dette, eller å bli ilagt overtredelsesgebyr fra Oslo Børs for brudd på informasjonsplikten.

Klager anfører at en melding om mulige tap uten å nevne at det faktisk var igangsatt et aktivt emisjonsarbeid med due diligence mv, ville vært i kjernen av klassisk villedning også etter reglene om utsatt offentliggjøring, og klager viser herunder til børssirkulære 3/2005, der det fremheves at et «selskap ved utsendelse av en børsmelding som utgangspunkt ikke kan utsette offentliggjøring av enkelte opplysninger dersom dette vil medføre at børsmeldingen samlet sett blir villedende».

Klager mener at dersom Oslo Børs hadde benyttet en korrekt rettslig norm og lagt til grunn de faktiske forhold beskrevet over, ville resultatet i saken måtte blitt et annet. Klager mener børsen bør utvise varsomhet med i ettertid å overprøve selskapets vurderinger av om en børsmelding om et foreløpig forhold ville vært prematur og villedende for markedet og en slik vurdering fremstår som forsvarlig fundert på det tidspunktet den ble gjort.

6.5 Konsekvensene av vedtaket

Med børsens vedtak kommer man i følge klager i den situasjon at vilkåret om villedning av allmennheten for utsatt offentliggjøring tolkes så strengt at det krever offentliggjøring av en børsmelding som i seg selv kunne være villedende.

Klager anfører videre at dersom terskelen for villedning av markedet skal legges så lavt som det er tale om i denne saken – grunnleggende basert på innfortolkning av et budskap uten forankring i hverken noen intensjon hos avsender, tydelige ordlydsformuleringer eller synbare markedsforventninger – vil det etter det klager kan se være skapt en usikkerhet ved utsatt offentliggjøring som vil kunne slå inn i en rekke situasjoner. Det er etter klagers erfaring mer hovedregelen enn unntaket at en utsatt offentliggjøringssituasjon vil kunne stå i et visst spenningsforhold til tidligere kommunikasjon fra selskapet; ofte er det jo nettopp det som gjør opplysningene til innsideinformasjon. Klager hevder at dersom man i tillegg skal fortolke uttalelser om historisk utvikling som en prognostisering om fremtidig utvikling, slik børsen ifølge klager gjør i denne saken, vil utsatt offentliggjøring regelmessig kunne karakteriseres som villedning av allmennheten. Ikke minst i den markeds situasjonen man i dag befinner seg, vil en slik usikkerhet ifølge klager kunne gjøre situasjonen vanskelig å håndtere for børsnoteerte selskaper med kapitalutfordringer.

Dersom børsens vedtak skulle bli stående, mener klager også at saken vil innebære et signal til banker notert på Oslo Børs om at de særskilte behov for tillit og stabilitet som gjør seg gjeldende i finanssektoren tillegges liten eller ingen vekt.

Klager mener derfor at denne saken også dreier seg også om hvilken trygghet selskaper som utsetter offentliggjøring etter sin beste vurdering av foreliggende faktiske forhold og myndighetsveiledning og i full åpenhet overfor Oslo Børs skal ha for at de ikke i ettertid blir møtt av sanksjon og påstander om å ha villedet markedet og påført investorer tap.

7 Børsens merknader til klagen

I børsens oversendelsesbrev til Børsklagenemnden 26. september 2016 har børsen bl.a. følgende kommentarer til klagen:

Vedr. børsens saksbehandling

Børsen viser til bankens anførsler om at de to brevene datert 19. august, som ble stilet til styret ved Oslo Børs, «ikke sees reflektert i børsstyrets vurderinger». Børsen redegjør for omstendighetene rundt disse brevene, og herunder at de er vurdert av styret ved vedtaket om overtredelsesgebyr.

Børsen kan ikke se at det er grunnlag for å hevde at saksbehandlingen har vært mangelfull eller på annen måte klanderverdig.

Vedr. rettslig utgangspunkt og børsens vedtak

Når det gjelder klagers anførsel om at «overtredelsesgebyret mot Sandnes Sparebank representerer en betydelig innskjerpelse av børsens praktisering av vilkåret om villedning av allmennheten» viser børsen blant annet til at en helt identisk sak ikke har vært satt på spissen tidligere, da det i de sammenlignbare sakene ikke har vært fattet beslutning om utsatt offentliggjøring på tidspunkt da innsideinformasjon oppstod.

Vedr. børsens påstand om at banken guidet markedet

Børsen påpeker at begrepet «guiding», som selskapet benytter er et lite dekkende begrep for selskapets kommunikasjon med markedet gjennom sin fjerdekvartalsrapport, og viser til at i børsens vedtak om å illegge overtredelsesgebyr benyttes dette begrepet kun en gang, men da i hermetegn. Øvrige steder begrepet guiding benyttes i vedtaket er det knyttet til sitater eller andre henvisninger til selskapets uttalelser. Det gir ifølge børsen mer mening å benytte termen «selskapsskapte forventninger», altså det informasjonsbildet som ble skapt på bakgrunn av de samlede uttalelser, herunder målsetninger, som selskapet kommuniserer i fjerdekvartalsrapporten, noe som børsen har forsøkt å gi uttrykk for i vedtaket.

Vedr. rettslig utgangspunkt

Børsen viser til klagers anførsel om at FCAs veiledning har begrenset relevans for norsk rett, og at børsen uansett har misforstått denne veiledningen. Børsen presiserer at denne veiledningen har begrenset betydning som rettskilde og er ikke et eget grunnlag for børsens oppfatning av regelen om utsatt offentliggjøring. Henvisningen til veiledningen i vedtaket er presentert og benyttet som referanse til en oppfatning som samsvarer med børsens syn på den EØS-rettslige regelen om utsatt offentliggjøring. Veiledningen fra FCA er ifølge børsen generell og er ikke begrenset til situasjoner der utsteders finansielle situasjon er alvorlig og umiddelbart truet.

Vedr. anførsel om at en børsmelding 30. mars ville vært villedende

Når det gjelder anførselen om at en børsmelding 30. mars ville vært villedende er børsen og banken fundamentalt uenige. Børsen understreker at villedning ikke kan være et selvstendig grunnlag for å holde tilbake innsideinformasjon, men at dette er relevant og må vurderes innenfor unntaket om utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon.

Videre understreker børsen at den i sitt vedtak uttrykker tvil ift. om selskapet hadde anledning å holde tilbake informasjonen om hendelsene etter 17. mars, og at 30. mars representerer det seneste tidspunkt nettopp fordi da hadde situasjonen utviklet seg til et punkt der banken klart kunne informert markedet om innsideinformasjonen som relaterte seg til tapsanslagene.

Børsen ønsker også å bemerke at det har vært krevende å få et klart bilde av faktum basert på selskapets redegjørelser alene, og således er det lagt betydelig vekt på den informasjon som fremkommer av bankens styreprotokoller, mv.

8 Klagers merknader

I brev 6. oktober 2016 gir klager merknader til børsens oversendelsesbrev, og anfører blant annet følgende:

Vedr. saksbehandling

Klager viser til at Oslo Børs skriver i sine merknader til klagen at den har funnet det «krevende å få et klart bilde av faktum», og anfører at det er skrevet en rekke redegjørelser for sakens ulike aspekter, herunder for betydningen av de ulike dokumentbevis. Banken har også tilbudt å stille i møter for å forklare og svare på spørsmål.

Klager uttrykker videre bekymring for *saksbehandlingen*, herunder fordi den faktiske anførselen som vedtaket bygget på - at banken gjennom fjerdekvartalsrapporten hadde skapt/segmentert en oppfatning om at større nedskrivninger ikke var forestående – ifølge klager ikke var gjenstand for kontradiksjon før utkast til styreinnstilling av 24. juni 2016. Klager redegjør videre for omstendigheter som de mener indikerer at børsen på et tidlig tidspunkt trakk slutninger om Sandnes Sparebanks håndtering av informasjonsplikten på sviktende faktagrunnlag.

Vedr. påstand om guiding av markedet

Klager mener at det fremstår for dem som underordnet om man bruker benevnelsen «guiding» eller «selskapsskapte forventninger».

Vedtaket er basert på uriktig rettsanvendelse

Spørsmålet er ifølge klager om det er juridisk holdbart å konstatere at allmennheten villedes på grunn av et påstått avvik mellom nye opplysninger og et *informasjonsbilde* som fortolkes ut av *samlede uttalelser* fra banken eller om reglene må forstås slik at vilkåret om villedning av allmennheten er begrenset til tilfeller av motstrid mot en *konkret* forutgående kommunikasjon.

Klager uttaler at det synes å være enighet om at den påståtte villedningen ikke er knyttet til en konkret kommunikasjon fra banken om sannsynligheten for større nedskrivninger, og at banken ikke hadde tilsiktet å skape noen forventninger rundt dette.

Klager gjennomgår de ulike rettskildene, herunder lover, direktiver, forarbeider, børssirkulære, praksis og reelle hensyn, markedsmisbruksforordningen og ESMA's retningslinjer til denne, og konkluderer med at det ikke er holdepunkter for å fortolke vilkåret om villedning av allmennheten slik at det utelukker utsatt offentliggjøring fordi nye opplysninger ikke er i samsvar med det *informasjonsbildet* som etter børsens vurdering er skapt av selskapet basert på *samlede uttalelser*. Et slikt regime ville stå i direkte motstrid til hensynet til klarhet og forutberegnelighet. Klager anfører at vedtaket på denne bakgrunn er basert på feilaktig rettsanvendelse, og må oppheves.

Vedtaket er i strid med MAR

Klager finner også grunn til å påpeke at den rettslige normen vedtaket er basert på uansett vil måtte forkastes når markedsmisbruksforordningen implementeres i norsk rett, herunder fordi den forståelsen av kriteriet om villedning av allmennheten som er uttrykt i vedtaket fra Oslo Børs ifølge klager savner forankring i veiledningen fra ESMA og andre autoritative kilder på europeisk nivå.

Vedtaket er basert på sviktende faktiske forutsetninger

Klager gjentar at det *under enhver omstendighet* ikke er grunnlag i sakens *faktiske forhold* for å hevde at opplysningene om hendelsene i de to engasjementene var i motsatt retning av selskapsskapte forventninger om at større nedskrivninger ikke kunne påregnes.

Klager oppfatter at det nå er enighet om at veiledningen fra FCA ikke har noen nevneverdig vekt i saken, og med hensyn til den nærmere forståelsen viser klager til veiledningen og klagen.

Klager oppfatter det videre dette dithen at Oslo Børs mener at det faktum at en børsmelding ville være *villedende* ikke er tilstrekkelig grunnlag for å utsette offentliggjøring. Klager mener dette synes å harmonere med normen formulert av børsen i vedtaket om at selskapet kun vil være fritatt fra å offentliggjøre en børsmelding dersom det er *stor risiko* for at denne er *fundamentalt feil*. Etter klagers oppfatning må det være klart ut fra formålet med den børsrettslige informasjonsplikten at et selskap ikke er rettslig forpliktet til å offentliggjøre en børsmelding som vil kunne villedde allmennheten. Klager mener at den oppfatningen børsen gir uttrykk for med hensyn til dette rettsspørsmålet synes å være årsaken til at de usikkerhetsmomenter som forelå per 30. mars 2016 ikke er nærmere vurdert i vedtaket. Usikkerhetsmomentene ville gjort en børsmelding egnet til å villedde markedet, og følgelig var banken ikke rettslig forpliktet til å offentliggjøre noe på dette tidspunktet. Vedtaket er også på dette grunnlag basert på feilaktig rettsanvendelse og må oppheves.

9. Børsklagenemnden skal bemerke:

9.1 Lovgrunnlaget

Etter verdipapirhandelloven § 5-2 skal utstedere av finansielle instrumenter opptatt på regulert marked «uoppfordret og umiddelbart» offentliggjøre «innsideinformasjon som direkte angår utsteder, jf. § 3-2 første til tredje ledd». Med innsideinformasjon menes etter § 3-2 første ledd «presise opplysninger om de finansielle instrumentene, utstederen av disse eller andre forhold som er egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene eller tilknyttede finansielle instrumenter merkbart, og som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet». Andre og tredje ledd utdyper innholdet nærmere. Informasjonsplikten inntreder således omgående når det foreligger innsideopplysninger, og opplysningene skal utstederen gi av eget tiltak, uten anmodning fra børsen.

Etter § 5-3 kan likevel utstederforetaket på eget ansvar utsette offentliggjøring av opplysninger som nevnt i § 5-2 for ikke å skade sine legitime interesser. Vilklårene følger av § 5-3 første og annet ledd:

(1) Utsteder kan utsette offentliggjøring av opplysninger som nevnt i § 5-2 første ledd for ikke å skade sine legitime interesser, forutsatt at allmennheten ikke villedes av utsettelsen og opplysningene behandles konfidensielt, jf. § 3-4.

(2) Legitime interesser som nevnt i første ledd kan typisk relatere seg til:

- 1. Pågående forhandlinger og tilhørende omstendigheter hvor resultat eller normal gjennomføring må forventes å bli påvirket av offentliggjøring. I særdeleshet der utstедers finansielle situasjon er alvorlig og umiddelbart truet uten at det er besluttet å begjære gjeldsforhandling eller at utsteder er insolvent, kan offentliggjøring utsettes for en begrenset periode, dersom offentliggjøring vil skade eksisterende og potensielle aksjeeiere eller långiveres interesser ved å undergrave utfallet av spesifikke forhandlinger som skal sikre utstедers langsiktige finansielle situasjon.*
- 2. Beslutninger eller kontrakter som krever godkjenning av et annet selskapsorgan for å tre i kraft som følge av utstедers organisering, forutsatt at offentliggjøring av den ikke endelige beslutningen eller kontrakten sammen med opplysning om at endelig godkjenning ennå mangler, vil kunne villedde allmennhetens korrekte vurdering av forholdet.*

9.2 Saksbehandlingen

Klagen inneholder innsigelser mot saksbehandlingen ved Oslo Børs, herunder at børsen har bygget på et faktum som ikke var belyst i saksforberedelsen, at anførselene mot banken endret seg underveis og at anførselene i henholdsvis bankens og tilretteleggerens brev i sluttfasen før børsens styrebehandling av saken ikke er reflektert i børsstyrets vedtak.

Børsklagenemnden bemerker at Oslo Børs innledningsvis i sine undersøkelser ba banken om å uttale seg om vilkårene for utsatt offentliggjøring var oppfylt, herunder særskilt om villedningsforbeholdet. Videre var banken i sluttfasen av saksforberedelsen kjent med fokus på den informasjon banken tidligere hadde offentliggjort, og Børsklagenemnden legger til grunn at brevene av 19. august 2016 ble fremlagt for og vurdert av børsstyret.

Børsklagenemnden oppfatter ikke klagen slik at det direkte anføres saksbehandlingsfeil og kan heller ikke se at det er begått noen slik feil. At fokus endres under saksbehandlingen i en sak – ofte som følge av de uttalelser som kommer inn i tilknytning til forhåndsvarsel – er ikke ualminnelig. Banken har videre i stor bredde imøtegått avgjørelsesgrunnlaget i sin klage. Anførselene i klagen er vurdert av styret i Oslo Børs som har opprettholdt sitt vedtak. Banken har kommet med tilleggsbemerkninger. Børsklagenemnden har full kompetanse i saken.

9.3 Materielle problemstillinger i saken

Klagen gjelder forståelsen av vilkåret i § 5-3 om at «allmennheten ikke villedes av utsettelsen» og den konkrete anvendelsen av vilkåret. Banken anfører i klagen at børsens vedtak er bygget på en uklar forståelse av de rettslige normer og feil faktum. Børsklagenemnden vil understreke at den etter børsforskriften § 35 (1) kan prøve alle sider av saken.

9.3.1 Når forelå innsideinformasjon?

Oslo Børs styre har i sitt vedtak lagt til grunn at banken senest 17. mars 2016 hadde innsideinformasjon knyttet til tap på to engasjementer som uoppfordret og umiddelbart skulle ha vært offentliggjort etter verdipapirhandelloven § 5-2. Børsklagenemnden er enig med børsstyret i at det forelå slik innsideinformasjon senest på dette tidspunkt. Nemnden vil også fremheve at bankens planer om å gjennomføre en større emisjon av egenkapital, og krav til «due diligence» i forkant av denne, også utgjorde innsideinformasjon fra dette tidspunkt.

Børsklagenemnden mener at det sannsynligvis forelå innsideinformasjon i banken på et tidligere tidspunkt, og deler børsens oppfatning at «det allerede kort tid etter 7. mars forelå *presise opplysninger* knyttet til sannsynlige tap på de aktuelle låneengasjementene som var tilstrekkelig spesifikke til å trekke en slutning om den mulige påvirkningen av disse begivenhetene på kursen til bankens egenkapitalbevis».

Børsklagenemnden vil i den forbindelse minne om at begrepet innsideinformasjon også har en viktig side til forbudet mot innsidehandel. Her synes banken i klagen å legge til grunn en for snever forståelse av begrepet «*presise opplysninger*» i definisjonen av innsideinformasjon i verdipapirhandelloven § 3-2. Dersom det eksempelvis fremstår som sannsynlig for utsteder at denne vil lide et større tap på utestående krav (eller på andre kontrakter og transaksjoner) vil det utgjøre innsideinformasjon selv om det urealiserte eller realiserte tapet ennå ikke er sikkert tallfestet.

Børsen har på dette punktet fremhevet følgende, som nemnden slutter seg til:

Banken har vist til at det frem til 14. april ble arbeidet med ulike konkurssannsynligheter og dividendebetraktninger for [xx] og ulike kanselleringsanssynligheter for [yy]. Etter Børsens

syn er ikke usikkerhet om hvor store nedskrivninger man ville ende opp med og hvilket kapitalbehov dette ville medføre, avgjørende i vurderingen av om det foreligger inntrufne begivenheter som utgjør presis informasjon. Det vesentlige er at opplysningene er tilstrekkelig spesifikke for å trekke en slutning om den mulige påvirkningen av disse begivenhetene på kursen til egenkapitalbevisene. Selv om det heftet usikkerhet med tanke på størrelsen på de aktuelle tapsanslagene, kan det ikke, etter børsens vurdering, være tvil om at det tidlig i prosessen var klart for banken at de to hendelsene ville generere betydelige økninger i tapsavsetningene utover det som ble kommunisert i fjerdekvartalsrapporten.

9.3.2 Ville en offentliggjøring skade bankens legitime interesser?

De økte tapsavsetningene og emisjonen ble først offentliggjort 21. april 2016. Spørsmålet blir dermed om vilkårene for utsatt offentliggjøring etter verdipapirhandelloven § 5-3 forelå i perioden fra det først oppsto innsideinformasjon i banken, og frem til offentliggjøring skjedde.

Børsstyret har i sitt vedtak gitt uttrykk for tvil om banken hadde «legitime interesser» i utsatt offentliggjøring, men har valgt ikke å overprøve bankens skjønn og la tvilen tale i favør av selskapet. I lys av spørsmålets prinsipielle betydning, og de argumenter som er fremmet av banken, finner Børsklagenemnden grunn til å kommentere også dette spørsmålet.

Børsklagenemnden vil til det rettslige utgangspunktet bemerke at verdipapirhandelloven § 5-3 annet ledd ikke uttømmende definerer de situasjoner der utsteder kan utsette offentliggjøring av opplysninger «for ikke å skade sine legitime interesser». At det må være snakk om skade i legitime interesser kan ikke forstås slik at enhver type skade på en «lovlig» interesse hos utsteder kan begrunne utsettelse. Loven må forstås slik at selskapets anførte interesse i utsettelse må underlegges en rettslig prøvelse der også markedets behov for informasjon og andre relevante hensyn må tas i betraktning. Sann sett legger § 5-3 opp til en interesseavveining, men da i forhold til dette kriteriet.

Ved avveiningen må det tillegges vesentlig vekt at § 5-3 annet ledd nr. 1 oppstiller mer presise normer for de tilfeller der utsteders «finansielle situasjon er alvorlig og umiddelbart truet uten at det er besluttet å begjære gjeldsforhandling eller at utsteder er insolvent». I slike tilfeller kan «offentliggjøring utsettes for en begrenset periode, dersom offentliggjøring vil skade eksisterende og potensielle aksjeeiere eller långiveres interesser ved å undergrave utfallet av spesifikke forhandlinger som skal sikre utsteders langsiktige finansielle situasjon». Dette tar bl.a. sikte på situasjoner der en utsteder som er i alvorlige finansielle vansker i en kritisk fase forhandler med sine kreditorer og eventuelt også med myndigheter og andre sentrale aktører, for å unngå en konkurs.

Det må legges til grunn at adgangen til utsatt offentliggjøring ikke er mer omfattende dersom utsteders finansielle situasjon er svekket, men ikke i samme prekære grad - det er snarere tvert imot mindre grunn til utsatt offentliggjøring i disse tilfellene.

Det følger av dette at det ikke er tilstrekkelig for utsettelse at selskapet er i en vanskelig finansiell situasjon man helst vil reparere før den kommer offentligheten for øye - det må påvises konkrete og sannsynlige skadevirkninger av en tidlig offentliggjøring. Bankens argumentasjon går her i hovedtrekk ut på at (i) en tidlig melding om de sannsynlige økte tapsavsetninger ville bli upresis og gitt grunnlag for spekulasjoner og usikkerhet, samtidig som det (ii) kunne fått meget alvorlige konsekvenser for selskapet dersom offentliggjøring av tapsavsetningen hadde skjedd før man fikk sikkerhet for gjennomføring av emisjonen som gjenopprettet nødvendig egenkapital. Bankens har gått langt i å utdype de dramatiske følger dette kunne ha fått, herunder for dens innskuddsdekning. Det benyttes også uttrykk som at banken ville ha «kommet i spill», med referanse til omstendighetene rundt Nordlandsbanken.

Hva angår den første omstendigheten, har børsen konkludert som følger:

Banken har videre vist til at en eventuell melding på et tidlig tidspunkt:

«måtte ha indikert nivåer for avsetninger og emisjon for å gi en viss veiledning for markedets spekulasjoner, og disse indikasjonene ville legge en betydelig føring for det endelige utfallet mht. tapsavsetninger. Vesentlige endringer måtte som utgangspunkt offentliggjøres, og ville kunne skade tilliten til banken ytterligere (...).»

Uten å gå nærmere inn på hva en eventuell melding skulle angitt, kan Børsen vanskelig se at det ville være uforsvarlig overfor markedet å offentliggjøre informasjon om tapsanslag, eller et foreløpig intervall, gitt at det tydelig ble kommunisert den usikkerhet som forelå knyttet til de foreløpige estimatene. Dette til tross for at man den 17. mars på ingen måte hadde konkludert med nedskrivningenes størrelse eller hvorvidt disse skulle tas på regnskapet for 2015 eller Q1 2016

(...).

Oslo Børs mener at markedet er godt egnet til å håndtere usikkerhet, gitt at forutsetningene for denne usikkerheten identifiseres. En offentliggjøring av informasjonen som forelå per 17.mars, med en tilhørende identifisering av forutsetningene og usikkerhet, ville gitt markedet denne muligheten, og et grunnlag for en mer korrekt prising av selskapets egenkapitalbevis enn hva som var tilfelle i perioden 17. mars – 20. april. Hvorvidt man på dette stadiet ville valgt å offentliggjøre at man vurderte å gjennomføre en emisjon, ville i tilfelle vært en separat vurdering. I vurderingen er det relevant å peke på at det, slik Børsen forstår det, ikke var aktuelt at banken ville komme i brudd med gjeldende kapitaldekningskrav og at en emisjon var påkrevd ut fra bankens evne til å overleve, men snarere at man ønsket å opprettholde bankens tidligere kommuniserte kapitaldekningsmålsetninger og å være rustet til å møte fremtiden (...).

Børsklagenemnden deler dette synspunktet, og anser det som et viktig signal til utstederne. Ettersom innsideinformasjon kan oppstå før det foreligger eksakt informasjon, må det klare utgangspunktet være at selskapene kommuniserer til markedet også slik informasjon, med det presisjonsnivå og grad av forbehold selskapet anser påkrevd.

Når det gjelder nærmere krav til skadevirkningene, vil Børsklagenemnden bemerke at det avgjørende etter spesialregelen i § 5-3 annet ledd nr. 2, er om en offentliggjøring av den aktuelle innsideinformasjon vil skade innehaverne av de aktuelle verdipapirer ved å «undergrave utfallet av spesifikke forhandlinger». Dette hjemler klart nok en utsatt offentliggjøring av fortrolige forhandlinger der offentlighet i seg selv vil forpurre de fortrolige forhandlingene. Det følger derimot ikke av dette at utsteder kan unnlate å opplyse markedet om et potensielt tap alene fordi utsteder er i forhandlinger om en emisjon for å gjenopprette selskapets egenkapitalsituasjon.

Det er denne forståelsen som bl.a. er reflektert i retningslinjer fra den britiske finanstilsynsmyndigheten (FCA) i sin kildebok (the Disclosure Guidance and Transparency Rules sourcebook («DTR»)) 2.5 G (1):

DTR 2.5.3 G (1) ²⁷ does not envisage that an issuer will: (a) delay public disclosure of the fact that it is in financial difficulty or of its worsening financial condition and is limited to the fact

²⁷ DTR 2.5.3 G (1) lyder slik: *Delaying disclosure of inside information will not always mislead the public, although a developing situation should be monitored so that if circumstances change an immediate disclosure can be made.*"

or substance of the negotiations to deal with such a situation; or (b) delay disclosure of inside information on the basis that its position in subsequent negotiations to deal with the situation will be jeopardised by the disclosure of its financial condition.

Punktet hadde tidligere en noe annen tekst:

DTR 2.5.3 R (1) does not allow an issuer to delay public disclosure of the fact that it is in financial difficulty or of its worsening financial condition and is limited to the fact or substance of the negotiations to deal with such a situation. An issuer cannot delay disclosure of inside information on the basis that its position in subsequent negotiations to deal with the situation will be jeopardised by the disclosure of its financial condition.

Vilkåret om at en offentliggjøring av selskapets vanskelige finansielle stilling kan utsettes dersom dette vil «skade» verdipapireiernes interesser ved å «undergrave utfallet av spesifikke forhandlinger», stiller etter ordlyden strenge krav til selskapenes begrunnelse for utsettelse.

FCA's alternativ (b) må anses som en klargjøring av samme norm, ved at det presiserer at selskapet ikke kan utsette en offentliggjøring kun fordi den ville skade dets forhandlingsposisjon i etterfølgende forhandlinger, om eksempelvis en emisjon.

Slik saken fremstår for Børsklagenemnden, oppfylte banken i dette tilfellet neppe vilkåret i § 5-3. Nemnden finner ikke grunn til å gå nærmere inn på denne vurderingen i denne sammenheng, i lys av saken for øvrig.

Nemnden finner likevel grunn til å peke på at det skal mye til for at en utsteder over lang tid skal kunne utsette offentliggjøring av sannsynlige tapsavsetninger i den størrelsesorden det her er snakk om, med de potensielle dramatiske videre konsekvenser banken selv beskriver i klagen. Den klare hovedregel må være at de børsnoterte selskapene i en børsmelding må gi en kortfattet, men tilstrekkelig presis beskrivelse av sine finansielle vansker dersom de står overfor denne typen og lignende situasjoner. Dersom det er behov for en emisjon for å reparere forholdet og en offentliggjøring av de finansielle vansker og emisjonsplanene ville undergrave eller helt forpurre forhandlingene om emisjon, kan utsettelse skje, men det er nokså vanskelig å tenke seg at en slik situasjon vil kunne vare over uker.

9.3.3 Konfidensialitet

Det er på det rene at opplysningene knyttet til tap på de to engasjementene har vært behandlet konfidensielt.

9.3.4 Ikke villedning

Etter § 5-3 første ledd er et ytterligere vilkår for utsatt offentliggjøring at «allmennheten ikke villedes av utsettelsen». Dette er det materielle spørsmål som har fått mest oppmerksomhet i saken, jf. nærmere i punkt 9.4.

9.4 Generelt om forståelsen av villedningskriteriet

De sentrale rettskildene ved forståelsen av villedningsforbeholdet er lovens ordlyd, bakgrunnen for bestemmelsen og forarbeidene til den.

Paragraf 5-3 er en unntaksbestemmelse. Den stiller opp tre vilkår for utsatt offentliggjøring, utformet som et grunnvilkår knyttet til foretakets legitime interesser, og to tilleggsvilkår; at utsettelsen ikke villeder allmennheten og at opplysningene behandles konfidensielt. Bestemmelsen bygger på en overordnet avveining av hensynet til utsteder mot hensynet til allmennheten og markedet. Men slik loven er utformet oppstilles det tre separate vilkår som alle må være oppfylt for at en utsettelse er rettmessig.

Enhver utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon innebærer at kursrelevant informasjon ikke blir gitt. Markedet besitter med andre ord ikke fullstendig informasjon om alle forhold av betydning for riktig prising av de børsnoterte verdipapirer.

Dette tilsier at kriteriet om at «allmennheten ikke villedes» må innebære noe mer enn at markedet besitter ufullstendig informasjon som følge av utsettelsen av offentliggjøringen.

Slik bestemmelsen er formulert, kreves det ingen villedningshensikt – eller intensjon.

Sanksjonsbestemmelsen i verdipapirhandelloven § 17-4 tredje ledd oppstiller heller ikke noe krav om forsett, uaktsomhet er tilstrekkelig.

Børsklagenemnden viser videre til at verdipapirhandelloven § 5-3 om utsatt offentliggjøring er en videreføring av bestemmelsene i børsforskriften § 5-3 og § 10-3 som ble gitt 1. juli 2005 for å gjennomføre markedsmisbruksdirektivet (2003/6/EC) artikkel 6 nr. 2 i norsk rett. De norske bestemmelsene tilsvarer direktivbestemmelsen.

Den norske formuleringen av villedningsforbeholdet i børsforskriften og senere i loven ligger tett opp til ordlyden i direktivets artikkel 6 punkt 2, «provided that such omission would not be likely to mislead the public». Den norske lovteksten fremstår her som så presis at det ikke er ytterligere veiledning å hente i direktivets tekst.

Ot.prp. nr. 34 (2006-2007), som lå til grunn for verdipapirhandelloven, gir heller ikke nærmere veiledning om innholdet i villedningskriteriet.

Banken har trukket frem uttalelser i høringsbrev av 14. januar 2005 fra Kredittilsynet til bestemmelsene i børsforskriften, hvor det heter:

.....Poenget må være at ikke enhver ulempe for selskapet medfører en adgang til å utsette offentliggjøring. Selskapets interesser må avveies mot de mulige skadevirkningene av en utsettelse for markedet, f.eks dersom utsatt offentliggjøring kan føre til en vesentlig feilprising av selskapets aksjer. Et annet moment vil være om selskapet selv har bidratt til at allmennheten kan bli villedet av en utsettelse. Det kan for eksempel tenkes at et selskap har inngått en viktig rammeavtale der motparten har en ensidig oppsigelsesadgang. I den grad selskapet offentliggjør at rammeavtale er inngått, kan offentliggjøring av at det (eventuelt skal) forhandles om oppsigelsesadgangen neppe utsettes selv om selskapet har en legitim interesse i slik utsettelse. Allmennheten vil i tilfelle bli villedet.

I børs sirkulære 3/2005 pkt. 3.6.4 til børsforskriftene er villedningsforbeholdet omtalt:

....En utsettelse av å gi markedet innsideinformasjon vil nødvendigvis vildele markedet på en eller annen måte, da markedet ikke gis full informasjon. Vilkåret om villedelse antas å gjelde en mer kvalifisert villedelse enn det en normal utsettelse av å informere medfører

Vilkåret medfører eksempelvis at et selskap ved utsendelse av en børs melding som utgangspunkt ikke kan utsette offentliggjøring av enkelte opplysninger dersom dette vil

medføre at børsmeldingen samlet sett blir villedende. Videre kan det typisk begrense muligheten for utsatt offentliggjøring der markedet har berettigede forventninger om at et særskilt forhold vil inntre til en viss tid, for eksempel fordi det tidligere er meddelt markedet, men hvor det skjer endringer som medfører at den informasjon markedet har er blitt uriktig. Selv om selskapet i slike situasjoner kan ha legitime grunner for å utsette offentliggjøring av endringene, vil det ikke være adgang til dette.

Det er mye praksis om hva som er innsideinformasjon etter verdipapirhandelloven, og også enkelte avgjørelser som indirekte berører grunnvilkåret om et selskap har legitime interesser i utsatt offentliggjøring. Børsklagenemnden kjenner derimot ikke til at det foreligger avgjørelser av interesse om villedningskriteriet. Banken har vist til uttalelser fra Oslo Børs i to saker, Wega Mining ASA, Vedtak og uttalelser 2009 side 73 og Northland Resources SA, Vedtak og uttalelser 2013 side 112, som skal vise at børsen har lagt til grunn en høy terskel for når allmennheten skal anses villedet. Børsklagenemnden kan ikke se at det rettslig sett kan utledes noe av disse avgjørelsene med sikte på den foreliggende sak, ettersom spørsmålet om markedet ble «villedet» ikke ble diskutert.

Bergo: Børs- og verdipapirrett side 123-124 uttaler følgende:

Det store problemet med utsatt offentliggjøring er ikke nødvendigvis å dokumentere at selskapet har gode grunner til en utsettelse, men forutsetningen om at «allmennheten ikke må villedes av utsettelsen». Tas den på ordet, så kan utsteder neppe være taus i tilfeller der det dreier seg om klart kursrelevant informasjon, ettersom markedet da jo per definisjon ikke gjøres kjent med alle relevante forhold. Her er det etter mitt syn ikke bedre eller verre om man tilbakeholder negativ informasjon (jf. eksempelet i lovteksten med en alvorlig finansiell situasjon) enn en gladnyhet om et fremtidig oppkjøp. For de som kjøper aksjer i den tause fasen er det siste flott, det første ikke fullt så greit. For den som selger i mellomtiden er forholdet jo det stikk motsatte. Skal jeg driste meg til en vurdering av hvordan denne bestemmelsen blir praktisert, så er det en del som tyder på at forutsetningen om «villedning» blir forbeholdt for tilfeller der det offentlige informasjonsbildet er et vesentlig annet enn de tilbakeholdte opplysningene indikerer.

Børsklagenemnden vil oppsummere det norske rettskildebildet på følgende vis:

Etter ordlyden i § 5-3 er det avgjørende at allmennheten «ikke villedes av utsettelsen». Dette må bety at dette kriteriet både rammer tilfeller der et selskap sender en børsmelding som gir ufullstendig informasjon om et forhold som har oppstått, og en ren unnlatelse av eller utsettelse med å sende en børsmelding.

Det er ellers nærliggende å tolke loven i tråd med juridisk teori og børssirkulærets første avsnitt; den offentlig tilgjengelige informasjonen må fremstå som kvalifisert feil i lys av utsettelsen av å gi ny informasjon. Dette kan oppsummeres som at den foreliggende offentlige informasjon må fremstå som «kvalifisert misvisende» for riktig prising av verdipapirene.

Om det er snakk om en ny «positiv» eller «negativ» hendelse som holdes tilbake, kan ikke være avgjørende. Derimot synes det klart at det ikke foreligger «villedning» med mindre den tilbakeholdte informasjon trekker i annen retning enn offentlig informasjon tilsier. Utfra ordlyden kan det ikke være et absolutt vilkår om selskapet positivt har bidratt til å skape dette informasjonsbildet med sin tidligere informasjon til markedet, like lite som kriteriet «villedende» kan forbeholdes for de tilfeller der selskapet informerer markedet om en ny hendelse, men holder tilbake noe.

«Kvalifisert misvisende informasjon» vil nok lettest forekomme i situasjoner der selskapet nokså nylig har offentliggjort konkret og spesifikk innsideinformasjon om et eller flere forhold, og denne ikke lenger er dekkende som følge av endringer som berører de samme forhold, men kan altså ikke uten videre begrenses til disse tilfellene.

Det sentrale blir om det offentlige informasjonsbildet er et vesentlig annet enn det innsideopplysningene indikerer, og det også fremstår som av vesentlig betydning for allmennheten og markedet å bli gjort kjent med de nye opplysningene. Sentralt i vurderingen vil videre inngå det eksisterende informasjonsbildets karakter og opphav. Det vil ha stor betydning i hvilken grad villfarelsen har bakgrunn i informasjon utsteder selv tidligere har gitt.

Så vel Oslo Børs som banken har i sin rettslige argumentasjon trukket frem markedsmisbruksforordningen (MAR) (596/2014), som ble vedtatt 16. april 2014 til avløsning av markedsmisbruksdirektivet med virkning fra 3. juli 2016 i EU, og European Securities and Markets Authority, ESMA's «Guidelines on the Market Abuse regulation» datert 13 juli 2016 (ESMA/2016/1130).

Vilkårene for utsatt offentliggjøring er videreført i artikkel 17 (4) i MAR. Formuleringen av villedningsforbeholdet i forordningen «delay of disclosure is not likely to mislead the public», tilsvarer teksten i markedsmisbruksdirektivet. Forordningen innførte dessuten en ny regel for kredittinstitusjoner om utsatt offentliggjøring av informasjon som kan ha betydning ikke bare for utstederforetaket, men også for det finansielle systems stabilitet, en spesialregel som ikke ville ha fått anvendelse i denne saken.

ESMA har gitt følgende retningslinjer for praktisering av villedningsforbeholdet i MAR artikkel 17(4):

«The situations in which delay of disclosure of inside information is likely to mislead the public includes at least the following circumstances:

- «a) the inside information the issuer intends to delay the disclosure of is materially different from a previous public announcement of the issuer on the matter to which the inside information relates to; or
- b) the inside information the issuer intends to delay regards the fact that the issuer's financial objectives are not likely to be met, where such objectives were previously publicly announced; or
- c) the inside information whose disclosure the issuer intends to delay is in contrast with the market's expectations, where such expectations are based on signals that the issuer has previously sent to the market, such as interviews, roadshows or any other type of communication organized by the issuer or with its approval.»

Formålet med eksemplifiseringen er angitt å være å gi veiledning for myndighetenes praktisering av markedsmisbruksforordningen. Det fremgår at oppregningen ikke er uttømmende.

Forordningen trådte i kraft først 3. juli 2016 i EU. Veiledningen ble i tid sluttført etter det saksforhold som skal vurderes i foreliggende sak, men kun hva angår noen mindre og ikke avgjørende presiseringer i bokstav c).

Den del av ESMA- veiledningen som ville fått direkte anvendelse i denne saken, er bokstav a). Den aktuelle innsideinformasjonen knytter seg her til de sannsynlige tapsavsetninger banken hadde lagt frem i regnskapstall (kvartalsrapport for Q4 2015 samt foreløpige regnskapstall 2015) og tilhørende børsmelding få uker før. De nye forhold knyttet til to engasjementer medførte at det endelige

revisor godkjente og vedtatte årsregnskapet for 2015 fikk et helt annet innhold, noe som må ha fremstått som en klar sannsynlighet for banken på et tidlig stadium. De økte avsetningene medførte også endring i bankens emisjonsbehov/planer som også var beskrevet i det foreløpige regnskapet. Dette faller innenfor «kjernen» av eksempelet i bokstav a) og har intet med problematikken knyttet til selskapenes «guiding» av markedsforventninger å gjøre, slik banken anfører.

ESMA's veiledning gir utvilsomt en klargjøring av hvordan ESMA ønsker at de nasjonale tilsynsmyndighetene i Europa skal praktisere kriteriet «villedning». Hva spesielt angår dets bokstav a) fremstår imidlertid vurderingstemaet som å være i god harmoni med det som ligger i begrepet «villedning» i den norske lovteksten.

9.5 Nærmere vurdering under villedningskriteriet

Oslo Børs' styre har i sitt vedtak lagt til grunn at allmennheten senest 30. mars 2016 ble villedet av den utsatte offentliggjøring av innsideinformasjonen om tap på de to engasjementene. Denne dagen ble det holdt et møte mellom banken og de finansielle rådgiverne som redegjort for i bankens uttalelse 6. mai 2016:

Som grunnlag for beregning av bankens kapitalbehov ble det estimert et tapsanslag på NOK 155 millioner knyttet til engasjementene med [xx] og [yy], og det mulige emisjonsprovenyet ble oppjustert til NOK 350-375 millioner. Det ble også lagt til grunn som en forutsetning i emisjonsarbeidet at tapsavsetningene skulle tas i 2015-regnskapet. Det ble fremlagt en tidsplan for gjennomføring av emisjonen med sikte på offentliggjøring 21. april 2016, der det blant annet var lagt opp til at presentasjon for garantister skulle være klar 8. april 2016.

Børsklagenemnden ser først på den informasjon allmennheten hadde i perioden 30. mars 2016 til børsmeldingen 21. april 2016.

Den 26. februar 2016 offentliggjorde banken kvartalsrapport for fjerde kvartal 2015. Børsmeldingen inneholdt hovedpunktene i rapporten:

Hovedpunkter fjerde kvartal 2015

- Resultat før skatt ble 5,0 (11,8) millioner kroner
- Rentemarginen ble 1,56% (1,71%)
- Rentenettoen ble 111,9 (123,6) millioner kroner
- Totale kostnader ble 97,6 (87,6) millioner kroner
- Verdiutviklingen på finansielle instrumenter utgjorde -8,7 (-15,3) millioner kroner
- Tap og nedskrivninger utgjorde 17,8 (29,6) millioner kroner, hvorav gruppenedskrivninger utgjorde 9,4 (5,3) millioner kroner
- Til tross for svakere makroutvikling, er det en positiv utvikling i tapsutsatte engasjement
- Egenkapitalavkastningen ble 0,9 % (2,2%) før skatt, og 2,0 % (1,1%) etter skatt
- Innskuddsdekningen for konsernet ble 49,7 % (59,9%), og for morbanken 71,4 % (83,9 %)
- Kjernekapitaldekningen ble 14,7 % (13,2%)
- Ren kjernekapitaldekning ble 13,0 % (12,0%)
- Forventninger om økte andre inntekter, og vesentlig kostnadsreduksjon i 2016

Tallstørrelser i parentes gjelder tilsvarende periode i 2014

Uttalelsene om utvikling i tapsutsatte engasjementer og forventninger om økte andre inntekter og vesentlige kostnadsreduksjoner er de samme som i rapporten for tredje kvartal, offentliggjort 6. november 2015.

Om utsiktene het det i rapporten:

Sandnes Sparebank har gjennom de siste årene foretatt en rekke strukturelle grep for å redusere risikoen i banken, og stabilisere inntjeningen. Gjennom 2015 er det gjennomført en vellykket konvertering av Eika Gruppen, og banken kan gå inn i 2016 med en langt lavere kostnadsbase og et langt bedre produktspekter.

I tråd med markedspraksis og basert på det styret oppfatter som Finanstilsynets forventninger er det besluttet å øke målsetningen for ren kjernekapital til 14 % innen utgangen av 2016, og 14,5 % innen utgangen av 2017. Kapitalmålsetningene forutsetter en motsyklisk kapitalbuffer på 2,5 %. Banken har gjennom 2015 vist handlekraft ved å redusere beregningsgrunnlaget med 1,0 milliarder kroner. For 2016 legges det opp til ytterligere balansetilpasninger, men det planlegges ikke noen emisjon for å oppnå kapitalmålsetningene.

Bankens likviditet er god, og utestående gjeld som forfaller de to neste årene er begrenset.

2015 har vært et krevende år for næringslivet i vår region, og det forventes at 2016 også blir utfordrende. Banken har en streng praksis i forhold til å bokføre tapsavsetninger når de oppstår. Gjennom 2015 var bankens tapsavsetninger på 22 basispunkter. For 2016 forventer styret at disse vil øke til 30- 35 basispunkter.

Banken er godt posisjonert til å møte de markedsmessige utfordringene som måtte komme fremover, og styret forventer en god og stabil inntjening i den underliggende bankdriften.

Rapporten er gitt som ledd i rapporteringsforpliktelser og inneholder blant annet opplysninger om målsetninger for å oppfylle myndighetenes kapitalkrav. De tall som presenteres er riktignok «historiske» tall, men gir markedsforventninger basert på disse og det som ellers fremgår. Her ligger rapporten også meget nær i tid til de omstendigheter som utløste spørsmålet om umiddelbar og uoppfordret informasjonsplikt.

Det sentrale vurderingstemaet i saken er, som nevnt, om allmennheten ble villedet. Selv om den informasjon som var gitt inneholdt uttalelser om utfordrende tider og om flere basispunkter tapsavsetninger ga den, herunder det som fremgår om utviklingen i tapsutsatte engasjementer, målsetningen for ren kjernekapital og at det ikke var planlagt noen emisjon for å nå kapitalmålsetningene, forventninger som klart og vesentlig ble brutt ved de anslagene som ble gitt 30. mars 2016 over tap på de to engasjementene. Anslagene samsvarer rimelig godt med tapsanslagene 21. april 2015, da kursene etter børsmeldingen falt med 22,5%. Børsklagenemnden tilføyer at vurderingen skal skje ut fra det som forelå før opplysningene om tapene ble offentliggjort, og børsmeldingen 21. april 2016 inneholdt også andre elementer. Men kursfallet er likevel ikke uten betydning ved vurderingen.

Etter Børsklagenemndens syn må det konkluderes med at det fra senest 30. mars forelå innsideinformasjon i banken om sannsynlige tapsavsetninger og emisjonsbehov, og som i lys av den informasjon som ble gitt i kvartalsrapporten få uker før, medførte at allmennheten ble villedet gjennom utsettelsen.

Etter Børsklagenemndens syn kan bankens anførsler om at det ikke forelå en slik forventning som Oslo Børs har lagt til grunn ikke føre frem.

Børsklagenemnden er seg bevisst at sviktende egenkapitaldekning i en bank kan få store konsekvenser, men kan ikke se at børsens praktisering vil gjøre at Oslo Børs er en uegnet

markeds plass for banker. I den grad bankens emisjonsbestrebelse var så sårbare for forstyrrelser som klager anfører, kan dette tilsi ytterligere påpasselighet med å gi markedet en «advarende informasjon» slik at børshandelen ikke fortsetter på uriktige premisser.

Den nye markedsmisbruksforordningen har som nevnt et eget unntak for banker, basert på samtykke fra myndighetene. Dette vil også måtte innføres i norsk rett når forordningen implementeres. Dette taler ikke for at banker i større grad enn andre utstedere generelt kan utsette offentliggjøring av kritisk informasjon når dette vil være å villedde allmennheten.

I lys at det som er sagt ovenfor, finner Børsklagenemnden at heller ikke bankens subsidiære anførsel om at en børsmelding 30. mars ville ha vært villedende kan føre frem.

Overtredelsesgebyret er hjemlet i verdipapirhandelloven § 17-4 tredje ledd. Etter denne bestemmelsen forutsetter slikt gebyr at det foreligger forsettlig eller uaktsom overtredelse. Børsklagenemnden finner det klart at banken har utvist uaktsomhet ved ikke å gi korrekt informasjon til markedet senest 30. mars.

Børsklagenemnden har ikke noe å tilføye til børsens utmåling av overtredelsesgebyret.

Børsklagenemnden fatter etter dette slikt enstemmig

vedtak:

Børsstyrets vedtak 24. august 2016 stadfestes.

4.3.1.2 Oxy Group PLC - Brudd på informasjonsplikten (avgjørelse 18.10.16)

Merkur Market klagenemnd – Sak 1/2016

Avgjørelse av 18. oktober 2016 av klage fra Oxy Group PLC over Oslo Børs ASAs beslutning av 17. august 2016 om å ilegge Oxy Group PLC overtredelsesgebyr for brudd på informasjonsplikten i reglene for Merkur Market i forbindelse med selskapets søknad om og opptak til handel på Merkur Market.

1. Sakens bakgrunn

Oxy Group PLC («Oxy Group» eller «selskapet») er et allmennaksjeselskap opprettet på Kypros i 2012. Selskapet er holdingselskap i et konsern med tre datterselskaper hjemmehørende på Malta, i Bulgaria og i Storbritannia. Oxy Group tilbyr tjenester innen webdesign og utvikling av online publiseringsplattformer for SMB-markedet.

Oxy Group ble tatt opp til handel på Merkur Market 13. januar 2016, etter en opptaksprosess som ble innledet 18. desember 2015. Denne saken gjelder påståtte brudd på Opptaksregler for Merkur Market («Opptaksreglene») og Løpende forpliktelser for selskaper tatt opp til handel på Merkur Market («Løpende forpliktelser»). Oxy Groups påståtte regelbrudd dreier seg i hovedsak om at selskapet ikke har gitt tilstrekkelig informasjon om en rekke inngåtte avtaler om konvertible lån mellom selskapet og selskapets to hovedaksjonærer.

På tidspunktet for opptak til handel på Merkur Market hadde Oxy Group en aksjekapital bestående av 2 600 000 ordinære aksjer hver pålydende 0,01 euro.

Forut for opptaksprosessen var det inngått seks konverteringsavtaler mellom Oxy Group og selskapets to hovedaksjonærer; The White November Fund Ltd. («WNF») og selskapets grunnlegger, administrerende direktør og styremedlem Dimitar Dimitrov («Dimitrov»). På tidspunktet for opptak til handel på Merkur Market kontrollerte disse to aksjonærene til sammen 90 prosent av aksjene. WNF er et privat investeringsselskap/aktivt eierfond og er representert i selskapets styre ved styreleder Lars Christian Beitnes. Avtalene ga de to aksjonærene adgang til å konvertere private lån til nye aksjer i selskapet («konverteringsavtalene»). WNF og Dimitrov hadde i perioden 2013-2015 forskuttet kapital til drift av selskapet på til sammen rundt 600 000 euro. I henhold til avtalene inngått i perioden januar 2013 til januar 2015 kunne selskapet konvertere forskuddene til aksjer i selskapet til en i avtalen fastsatt konverteringspris innen 31. desember 2016. Slik konvertering, med tilhørende utstedelse av nye aksjer, ble gjennomført 11. og 12. april 2016. Utstedelsen av nye aksjer ble meldt markedet den 14. april 2016. Transaksjonene medførte en økning av selskapets samlede antall aksjer fra 2 600 000 til 8 600 000 aksjer, en økning på 230 prosent.

Da selskapet innledet opptaksprosessen på Merkur Market ble det ikke gitt detaljerte opplysninger om konverteringsavtalene i dokumentasjonen som ble utarbeidet i forbindelse med søknaden til Oslo Børs og selskapet ga heller ikke slik informasjon på eget initiativ til markedet etter opptaket av Oxy Group til handel på Merkur Market.

Oslo Børs ASA («Oslo Børs» eller «børsen») iverksatte nærmere undersøkelser og varslet Oxy Group i brev 1. juli 2016 om at børsen vurderte å stryke selskapet fra handel på Merkur Market som følge av at selskapet hadde brutt sin opplysningsplikt i søknadsprosessen og sin løpende informasjonsplikt til markedet etter opptak til handel. Børsen mottok selskapets kommentarer til varselet i brev datert 1. august 2016. Oslo Børs fattet deretter den 17. august 2016 følgende beslutning:

«A violation charge is hereby imposed on Oxy Group PLC for material breaches of the rules for Merkur Market in an amount of NOK 1,000,000, cf. Continuing obligations of companies admitted to trading on Merkur Market section 12.3 (2) and (3).»

Oxy Group påklaget børsens beslutning i brev av 4. september 2016. Klagefristen er to uker, men børsen forlenget etter anmodning fristen til 5. september 2016, slik at klagen var rettidig fremsatt.

Oslo Børs fant ikke grunn til å omgjøre sin beslutning og klagen ble oversendt til Merkur Market klagenemnd («klagenemnden» eller «nemnden») for avgjørelse etter Løpende forpliktelser punkt 14. Klagenemndens frist for å avgjøre klagen er fire uker fra klagenemnden mottok saken, jf. Mandat og prosedyre for Merkur Market klagenemnd («Prosedyrereglene») punkt 5.

Klagenemnden mottok saken ved oversendelse fra Oslo Børs 20. september 2016. Klagenemnden har behandlet saken i møte 28. september og 18. oktober 2016. Ved klagebehandlingen har nemnden hatt tilgang til all relevant informasjon i saken.

Ved nemndens behandling deltok Mads Magnussen (leder), Camilla Nyhus-Møller og Morten Brundtland.

2. Klagers anførsler

Oxxy Group har i brevet av 4. september 2016 klaget på børsens vurdering av de faktiske forhold i saken, børsens saksbehandling og børsens utmåling av overtredelsesgebyr. Selskapet har i hovedsak anført følgende:

Tidspresset i opptaksprosessen gjorde risikoen for feil mer nærliggende og at Oslo Børs var klar over dette. Videre hadde børsen tatt en rådgiverrolle for selskapet i forbindelse med opptaksprosessen og denne rollen har børsen forsømt.

Selskapet erkjenner at forholdene rundt konverteringsavtalene burde ha vært bedre beskrevet i opptaksdokumentet, men anfører at det i opptaksdokumentet flere steder er henvist til at det er gitt lån fra aksjonærene. Børsen har uriktig lagt til grunn at selskapet bevisst har tilbakeholdt informasjon om konverteringsavtalene. Selskapet har aldri hatt til hensikt å tilbakeholde informasjon. Selskapet mener at det har gitt tilstrekkelig opplysninger om lånene fra aksjonærene til at Oslo Børs burde ha bedt om ytterligere informasjon i forbindelse med børsens gjennomgang og veiledning.

Selskapet mener også at børsen har lagt for liten vekt på at selskapet har iverksatt flere tiltak for å begrense den negative effekten av selskapets unnlattelse av å gi tilstrekkelig informasjon om konverteringsavtalene.

Selskapet mener videre at børsen har begått saksbehandlingsfeil som gjør at det ikke er grunnlag for ileggelse av overtredelsesgebyr. Selskapet mener at børsen bare varslet selskapet om at det kunne være aktuelt å stryke selskapet fra markedsplassen, ikke at børsen vurderte å ilegge overtredelsesgebyr. Det er dette selskapet har inngitt kommentarer på og som har vært gjenstand for kontradiksjon. Børsen har også gitt en mangelfull begrunnelse for utmålingen av overtredelsesgebyret, ved at børsen bare kort har vist til at selskapets økonomiske stilling er tatt i betraktning, uten noen nærmere redegjørelse.

Selskapet mener at børsen ved utmålingen av overtredelsesgebyr ikke har lagt tilstrekkelig vekt på selskapets økonomiske situasjon. Størrelsen på overtredelsesgebyret står heller ikke i forhold til at selskapet er notert på en multilateral handelsfasilitet som Merkur Market.

Oxxy Group har prinsipielt påstått at børsens beslutning om overtredelsesgebyr må kjennes ugyldig og at børsens reaksjon må begrenses til offentlig kritikk av selskapet. Subsidiært har selskapet påstått at overtredelsesgebyret må settes betydelig lavere enn kr 1 000 000.

3. Klagenemndens vurdering

Klagenemnden er klageinstans for beslutninger fattet av Oslo Børs etter nærmere fastsatte bestemmelser i Løpende forpliktelser for selskaper tatt opp til handel på Merkur Market, herunder beslutning om overtredelsesgebyr etter Løpende forpliktelser punkt 12.3 jf. punkt 14. Nemnden kan prøve alle sider ved saken jf. Løpende forpliktelser punkt 14 (2), men nemndens kompetanse er likevel begrenset til enten å opprettholde beslutningen eller å avgjøre saken til gunst for den klagende part. Nemnden kan altså ikke på selvstendig grunnlag treffe beslutninger som er mer inngripende for selskapet enn det børsens beslutning er. Klagenemndens avgjørelser er rådgivende for Oslo Børs, jf. Prosedyrereglene punkt 2, men nemnden legger til grunn at det skal mye til for at børsen ikke følger nemndens avgjørelser.

Med utgangspunkt i børsens beslutning om overtredelsesgebyr og klagen fra Oxxy Group, finner klagenemnden det i denne saken nødvendig å ta stilling til tre hovedproblemstillinger; for det første om det foreligger slike brudd på reglene for Merkur Market at det er grunnlag for å ilegge overtredelsesgebyr, for det andre om Oslo Børs har gjort seg skyldig i saksbehandlingsfeil som kan ha påvirket beslutningens innhold, og for det tredje om det ilagte gebyret er fastsatt for høyt.

3.1. Grunnlaget for sanksjon

Klagenemnden vil først ta stilling til om Oxy Group har gjort seg skyldig i slike brudd på reglene for Merkur Market at det gir Oslo Børs grunnlag for å ilegge overtredelsesgebyr. I tilknytning til denne problemstillingen må nemnden også vurdere betydningen av at Oslo Børs var kjent med Oxy Groups tidspress i opptaksprosessen, om Oslo Børs har påtatt seg en rådgiverrolle overfor selskapet som børsen har forsømt og om børsen har lagt for liten vekt på at selskapet har iverksatt tiltak for å begrense den negative effekten av den mangelfulle informasjonen.

Løpende forpliktelser punkt 12.3 (2) og (3) regulerer Oslo Børs' adgang til å ilegge overtredelsesgebyr. Bestemmelsen i punkt 12.3 (2) fastsetter at børsen kan ilegge overtredelsesgebyr ved «*vesentlige brudd*» på reglene for Merkur Market. Det er altså bare kvalifiserte regelbrudd som kan sanksjoneres med overtredelsesgebyr. Både brudd på Opptaksreglene og Løpende forpliktelser omfattes. Opptaksreglene gjelder i forbindelse med opptaksprosessen forut for opptak til handel på markedsplassen, mens Løpende forpliktelser gjelder for selskaper tatt opp til handel på Merkur Market.

Før opptak til handel

Det følger av Opptaksreglene punkt 2.1.1 at aksjer bare kan tas opp til handel på Merkur Market dersom selskapet i opptaksprosessen gir tilstrekkelig informasjon til at markedsaktørene settes i stand til å fastsette markedsriktige kurser. Hvilken informasjon dette omfatter er særlig gitt i Opptaksreglene punkt 3.2 om kravene til innhold i søknaden om opptak til handel, punkt 3.3 om gjennomføring av due diligence og presentasjon av resultatene av denne, og punkt 7 om selskapets utarbeidelse av opptaksdokument og innholdet i dette. Før opptak til handel på Merkur Market må Oslo Børs godkjenne selskapets søknad og kontrollere selskapets opptaksdokument, jf. Opptaksreglene punkt 5 og 6. Det er imidlertid selskapets ansvar at informasjonen som selskapet gir i opptaksprosessen gir en klar, korrekt og dekkende beskrivelse av selskapet og aksjene som søkes tatt opp til handel.

Oslo Børs har i sin beslutning av 17. august 2016 lagt til grunn at Oxy Group har brutt sin informasjonsplikt etter disse bestemmelsene i Opptaksreglene ved ikke å gi tilstrekkelig opplysninger om konverteringsavtalene inngått mellom selskapet og hovedaksjonærene WNF og Dimitrov.

Nemnden finner det klart at Oxy Group ikke har gitt tilstrekkelig informasjon om konverteringsavtalene verken i søknaden eller i opptaksdokumentet. Informasjonen fremkommer heller ikke i presentasjonen av den gjennomførte due diligence i selskapet. Oxy Group har erkjent at det ikke er gitt tilstrekkelig informasjon om konverteringsavtalene i forbindelse med opptaksprosessen, men har vist til at det flere steder i opptaksdokumentet er henvist til det er gitt lån fra aksjonærene. Etter nemndens vurdering er den gitte informasjonen klart ikke tilstrekkelig til at selskapet kan sies å ha oppfylt sin informasjonsplikt. Ut i fra den informasjonen som selskapet har gitt, er det ikke mulig å forstå at det eksisterer konverteringsavtaler med slik betydelig innvirkning på de utstedte aksjene i selskapet.

Etter nemndens vurdering, har Oxy Group brutt både den generelle informasjonsplikten, men også de spesielle kravene til informasjon i søknaden og opptaksdokumentet. Når det gjelder søknaden, fremgår det blant annet av Opptaksreglene punkt 3.2 (4) nr. 15 og 16 at søknaden særlig skal inneholde opplysninger om «*[o]psjoner, warrants, lån med rett til å kreve utstedt aksjer fra selskapet samt ansvarlig lånekapital og omsettelige verdipapirer utstedt av selskapet*» og «*[e]ventuelle kapitalforhøyelser, spredningssalg ol. som forutsettes gjennomført*». For opptaksdokumentet gjelder også at det skal gi en klar og dekkende beskrivelse hvor «*vesentlige karakteristika og risikoforhold ved selskapet og aksjene tydelig fremkommer*» og at det blant annet skal angis «*beløp og omfang av*

konvertible verdipapirer, ombyttelige verdipapirer eller verdipapirer med kjøps- eller tegningsrettigheter, samt angivelse av vilkårene og reglene for konvertering, ombytting eller tegning», jf. Opptaksreglene punkt 7 (2) og Vedlegg A: Innholdskrav til opptaksdokumentet for Merkur Market punkt 21.1.4.

Konverteringsavtalene var inngått med hovedaksjonærene WNF og Dimitrov, sistnevnte er selskapets grunnlegger og administrerende direktør. I tillegg er begge representert i selskapets styre. Forpliktelsene var betydelige og tidspunktet for seneste konvertering var klart. Størrelse, tidspunkt, tagere og vilkår for konverteringen skulle derfor fremgått tydelig i grunnlaget for søknaden for opptak til handel på Merkur Market og samtidig vært påpekt av selskapet i forbindelse med prosessen rundt opptak til handel. Slike prosesser hviler på tillit og en forutsetning om at investeringsbeslutninger kan fattes på et godt opplyst og riktig grunnlag.

Nemnden vurderer det slik at informasjon om konverteringsavtalene inngått mellom Oxy Group og hovedaksjonærene var av helt grunnleggende betydning for at markedet skulle være i stand til å fastsette markedsmessige kurser på aksjene. Konverteringsavtalene ga de to aksjonærene adgang til å konvertere private lån på rundt 600 000 euro til nye aksjer i selskapet. Gjennomføringen av konverteringen skjedde 11. og 12. april 2016, under tre måneder etter at selskapet ble tatt opp til handel på Merkur Market, og medførte en økning av selskapets samlede antall aksjer med rundt 230 prosent, og følgelig en betydelig utvanning av eksisterende aksjonærer.

Konverteringsavtalene er av en slik art og betydning at nemnden anser det som usannsynlig at selskapet ikke var bevisst på nødvendigheten av å gi slik informasjon i forbindelse med opptaksprosessen. Dette fremstår som særlig klart i lys av at andre forpliktelser som kunne øke aksjekapitalen i selskapet ble omtalt i detalj.

Etter nemndens vurdering har Oxy Group begått et vesentlig brudd på sin opplysningsplikt etter Opptaksreglene ved ikke å gi tilstrekkelig informasjon om konverteringsavtalene i søknaden og opptaksdokumentet.

Oxy Group har anført at Oslo Børs kjente til tidspresset som selskapet var under og at børsen som rådgiver har forsømt sine plikter ved ikke å råde selskapet til å utsette opptaksprosessen. Nemnden kan ikke se at Oslo Børs verken kan anses som selskapets rådgiver eller har brutt sin veiledningsplikt i forbindelse med Oxy Groups opptaksprosess. Ansvar for å gi korrekt og uttømmende informasjon i forbindelse med opptaksprosessen påhviler selskapet. Børsens rolle begrenser seg til veiledning om prosessen og en etterfølgende kontroll. Børsen er ikke selskapets rådgiver og har heller ikke ansvar for den informasjonen selskapet gir eller ikke gir. At selskapet har vært under tidspress kan ikke få betydning for vurderingen. Oxy Group har latt være å gi helt nødvendig informasjon om konverteringsavtalene, som det må ha vært klart for selskapet at ville være avgjørende for at markedet skulle være i stand til å fastsette markedsriktige kurser for aksjene. Nemnden kan ikke se at tidspress er årsaken til selskapets brudd på informasjonsplikten. Uansett vil det være selskapets ansvar å vurdere om det er nødvendig å utsette opptaksprosessen hvis tidspress gjør at det er en risiko for at selskapet ikke kan oppfylle opptakskravene. Det er også opp til selskapet å vurdere om det er behov for å engasjere rådgivere i prosessen.

Etter opptak til handel

Reglene i Løpende forpliktelser gjelder for selskaper som har aksjer tatt opp til handel på Merkur Market. Reglene om selskapets løpende informasjonsplikt, herunder plikten til uoppfordret og umiddelbart å offentliggjøre innsideinformasjon, fremgår av Løpende forpliktelser punkt 3.1. Plikten til å dele innsideinformasjon med markedsaktørene er forebyggende for å hindre markedsmissbruk som innsidehandel. Gjennom lik tilgang til informasjon vil investorene kunne prise selskapet riktigere.

Prinsippet er helt sentralt i vernet av den tillit markedsplassen er avhengig av. Reglene om innsideinformasjon i Løpende forpliktelser punkt 3.1 speiler verdipapirhandellovens bestemmelser på dette området.

Oslo Børs har i sin beslutning av 17. august 2016 lagt til grunn at innholdet i konverteringsavtalene mellom Oxy Group og hovedaksjonærene WNF og Dimitrov, er innsideinformasjon og at selskapet har brutt sin plikt etter bestemmelsene i Løpende forpliktelser gjennom ikke å offentliggjøre innholdet i konverteringsavtalene i forbindelse med eller etter opptak av aksjene til handel på Merkur Market.

Nemnden finner det klart at innholdet i konverteringsavtalene er innsideinformasjon etter Løpende forpliktelser punkt 3.1.1 (2) og (3). Det dreier seg om presise opplysninger om forhold som ikke var offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet og som åpenbart var egnet til å påvirke kursen på aksjene i Oxy Group. Konverteringen var nært forestående og innebar en betydelig utvanning av eksisterende aksjonærer. Nemnden er derfor enig med Oslo Børs i at innholdet i konverteringsavtalene skulle ha vært offentliggjort uoppfordret og umiddelbart av selskapet etter punkt 3.1.1 (1).

Som det fremgår ovenfor offentliggjorde imidlertid ikke Oxy Group informasjonen om konverteringsavtalene i forbindelse med opptak av selskapet til handel på Merkur Market. Selv i børsmeldingene av 11. og 12. april 2016, hvor det meldes at det er utstedt aksjer til WNF og Dimitrov, er det ingen henvisning til konverteringsavtalene. Dette ble det først redegjort for kortfattet i en børsmelding to en halv måned senere, 4. juli 2016, etter at Oslo Børs hadde bedt selskapet om å redegjøre for grunnlaget for utstedelsen av nye aksjer. En noe mer utfyllende børsmelding ble sendt 19. august 2016.

Klagenemnden deler etter dette Oslo Børs sitt syn om at Oxy Group har brutt informasjonsplikten både i Opptaksreglene og i Løpende forpliktelser ved ikke å gi børsen og markedet tilstrekkelig informasjon om konverteringsavtalene som var inngått mellom selskapet og hovedaksjonærene WNF og Dimitrov. Regelbruddene må anses som vesentlige. Dette endres ikke ved at selskapet etter å ha mottatt varsel om strykning, iverksatte enkelte tiltak for å begrense den negative effekten av bruddet på informasjonsplikten. Etter nemndens vurdering gir Oxy Groups brudd på Opptaksreglene og Løpende forpliktelser grunnlag for ileggelse av sanksjon i form av overtredelsesgebyr, jf. Løpende forpliktelser punkt 12.3 (2) og (3).

3.2. Saksbehandlingsfeil

Klagenemnden vil så vurdere om Oslo Børs har begått saksbehandlingsfeil som kan ha påvirket beslutningen om overtredelsesgebyr. Oxy Group har anført at det var en saksbehandlingsfeil at selskapet bare ble varslet om at det kunne være aktuelt å stryke selskapet fra markedsplassen, ikke om at børsen vurderte å ilegge overtredelsesgebyr.

Det er på det rene at Oslo Børs i brev av 1. juli 2016 varslet selskapet om at børsen vurderte å ilegge selskapet sanksjoner og at børsen på det tidspunktet mente at vilkårene for å stryke aksjene fra handel på Merkur Market på grunn av grove og vedvarende brudd på informasjonsplikten i Opptaksreglene og Løpende forpliktelser, var oppfylt. Innholdsmessig er dette varselet likt børsens beslutning av 17. august 2016, med det unntak at det i beslutningen ble ilagt kr 1 000 000 i overtredelsesgebyr istedenfor at selskapet ble strøket fra handel. Børsens brev av 1. juli 2016 inneholder ingen uttrykkelig henvisning til at børsen vurderer å ilegge overtredelsesgebyr.

Reglene for strykning fremkommer i Løpende forpliktelser punkt 12.1 og reglene for overtredelsesgebyr i Løpende forpliktelser punkt 12.3. Ved strykning er Oslo Børs pålagt en plikt til å drøfte spørsmålet med selskapet før en slik beslutning treffes, jf. Løpende forpliktelser punkt 12.1 (4). En tilsvarende særskilt drøftelsesplikt er ikke oppstilt ved ileggelse av overtredelsesgebyr. Det er

imidlertid oppstilt et generelt krav i Løpende forpliktelser punkt 13 (1) om at Oslo Børs skal «undersøke sakens faktum og innhente nødvendig informasjon» for å avklare om det er et regelbrudd. Dette gjelder for alle typer sanksjoner, også illeggelse av overtredelsesgebyr. Det er også oppstilt et krav om at selskapet skal «gjøres kjent med at det vurderes å ilegge overtredelsesgebyr og de forhold vurderingen bygger på», jf. Løpende forpliktelser punkt 12.3 (3) nr. 1.

Det sentrale med kravene i Løpende forpliktelser punkt 13 (1) og punkt 12.3 (3) nr. 1 er at børsen skal foreta slike undersøkelser og innhente slik informasjon som er nødvendig for å få et tilstrekkelig godt grunnlag for å treffe en eventuell beslutning om sanksjon. Dette forutsetter at selskapet gis anledning til å uttale seg om det faktumet som børsen skal bygge sin beslutning på. Det er ikke nødvendig at børsen varsler størrelsen på overtredelsesgebyret, så lenge faktumet som danner grunnlag for utmålingen av gebyret er klarlagt.

Oslo Børs varslet Oxy Group om strykning, men etter å ha mottatt selskapets kommentarer til varselet valgte børsen en mindre inngripende sanksjon i form av overtredelsesgebyr. Varselet redegjør i detalj for faktiske forhold rundt selskapets brudd på regelverket for Merkur Market, som selskapet har hatt anledning til å korrigere og supplere, og som børsen så har lagt til grunn for sin beslutning. Børsen har etter nemndens vurdering truffet beslutningen om overtredelsesgebyr på et forsvarlig faktisk grunnlag. Børsen har ikke før beslutningen gjort selskapet kjent med at børsen vurderte å ilegge overtredelsesgebyr, men nemnden legger til grunn at kravet i punkt 12.3 (3) nr. 1 ikke gjelder der hvor børsen først har fulgt den mer omfattende prosessen med drøftelse i forbindelse med varsel om strykning i Løpende forpliktelser punkt 12.1 (4). Etter nemndens vurdering får kravet i punkt 12.3 (3) nr. 1 bare selvstendig betydning der børsen vurderer at den strengeste sanksjonen som er aktuell i saken, er overtredelsesgebyr. Uansett kan nemnden ikke se at manglende henvisning til muligheten for overtredelsesgebyr i børsens varsel av 1. juli 2016 kan ha påvirket børsens beslutning i denne saken.

Nemnden legger til at selskapet har hatt anledning til å imøtegå og kommentere beslutningen om overtredelsesgebyr gjennom prosessen med klage til Merkur Market klagenemnd. I forbindelse med klagen har børsen behandlet saken på nytt for å avgjøre om det er grunnlag for å omgjøre beslutningen. Børsen traff 16. september 2016 en begrunnet beslutning om å opprettholde beslutningen av 17. august 2016 om overtredelsesgebyr. Nemnden legger også til at endringen av sanksjonen til overtredelsesgebyr har gitt selskapet en ytterligere adgang til å angripe grunnlaget for beslutningen gjennom klageprosessen, ettersom en beslutning om strykning ikke ville kunne klages til klagenemnden, jf. Løpende forpliktelser punkt 14 (1).

Klagenemnden finner etter dette at Oslo Børs ikke har begått noen saksbehandlingsfeil som kan gi grunnlag for å endre børsens beslutning til gunst for Oxy Group.

3.3. Overtredelsesgebyret

Klagenemnden vil til slutt vurdere om Oslo Børs ved utmålingen av overtredelsesgebyret har lagt for liten vekt på Oxy Groups økonomiske situasjon. I den forbindelse vil nemnden også ta stilling til om Oslo Børs har gitt en mangelfull begrunnelse for utmålingen og om størrelsen på overtredelsesgebyret er uforholdsmessig.

Børsen har valgt å se på bruddene som ett samlet forhold og etter dette ilegge maksimalt overtredelsesgebyr for dette ene forholdet. Det følger av Løpende forpliktelser punkt 12.3 (3) nr. 2 at overtredelsesgebyr maksimalt kan utgjøre kr 1 000 000 «for hver overtredelse». Det fremgår videre at det ved utmålingen av overtredelsesgebyr «skal vektlegges selskapets markedsverdi og økonomiske stilling, samt overtredelsens alvor og karakter for øvrig».

Klagenemnden bemerker at bestemmelsen i punkt 12.3 (3) nr. 2 fastsetter rammen for overtredelsesgebyr og nevner momenter som skal inngå i den helhetsvurderingen som utmålingen av overtredelsesgebyr må være. Bestemmelsens angivelse av momenter er ikke uttømmende. Det må være anledning for børsen til også å legge vekt på andre momenter som kan si noe om overtredelsens betydning for handelen med aksjen på markedsplassen, herunder for eksempel varigheten av overtredelsen eller om selskapet selv har oppdaget overtredelsen og av eget tiltak rettet opp i den. Det er også slik at vekten av momentene vil kunne variere fra sak til sak. Normalt vil overtredelsens grovhet være det mest sentrale momentet i vurderingen av overtredelsesgebyrets størrelse. Ved særlig grove overtredelser vil det kunne ilegges maksimalt overtredelsesgebyr, selv om øvrige momenter skulle trekke i retning av et lavere gebyr.

Etter nemndens vurdering gir overtredelsens art og grovhet i den foreliggende saken, i seg selv grunnlag for å anvende den fastsatte maksimalsatsen for overtredelsesgebyr.

Klagenemnden bemerker at hensynene til åpenhet og transparens på Merkur Market er de samme som på en regulert markedsplass. Selv om Oxy Group ikke har en lovmessig forpliktelse til å følge verdipapirhandellovens regler om informasjonsplikt, er selskapet i realiteten underlagt de samme forpliktelsene gjennom de vedtatte reglene for Merkur Market. Reglene skal bidra til å hindre markedsmisbruk.

I likhet med børsen, ser klagenemnden svært alvorlig på det tillitsbruddet som Oxy Groups mangelfulle informasjon i opptaksprosessen og etter opptak til handel representerer. Det er tilsiktet at selskap som søker opptak på Merkur Market har en enklere opptaksprosedyre enn på regulerte markedsplasser, men dette betyr ikke at kravene til selskapets etterrettelighet skal svekkes.

Det fremkommer i børsens beslutning at selskapets økonomiske situasjon er vurdert i forbindelse med utmålingen. Etter klagenemndens vurdering bør det normalt gis en noe mer utfyllende redegjørelse for hvilke vurderinger av selskapets økonomiske stilling som er gjort, men i lys av overtredelsens grovhet mener nemnden at det angitte er tilstrekkelig begrunnelse i denne saken. Klagenemnden har ikke holdepunkter for at det i denne saken er noe ved selskapets økonomi eller andre særlige forhold som gjør at det utmålte overtredelsesgebyret er uforholdsmessig. Det bemerkes i denne forbindelse at selskapet gjennomførte en reparasjonsøvelse i slutten av juli 2016 hvor det ble hentet inn ca. kr. 1 500 000.

Nemnden har etter dette kommet til at det ikke er grunnlag for å redusere overtredelsesgebyret som Oslo Børs har ilagt Oxy Group.

Samlet sett er det klagenemndens vurdering at Oslo Børs' beslutning om å ilagge Oxy Group overtredelsesgebyr, må opprettholdes.

Avgjørelsen er enstemmig.

Avgjørelse:

Oslo Børs ASAs beslutning av 17. august 2016 om illeggelse av overtredelsesgebyr på kr 1 000 000 til Oxy Group PLC opprettholdes.

4.3.2 Generell veiledning

4.3.2.1 Subsea 7 S.A - Vedrørende offentliggjøring av mottatte flaggemeldinger for selskaper med Norge som vertsstat (e-post av 27.01.16)

Reference is made to correspondence between you and [...] in relation to the disclosure of change in a large shareholdings (crossing the 5 % threshold) by BlackRock Inc.

Subsea 7 S.A. is a primary listed company incorporated in Luxembourg, for which Norway is the host state, and thus the company is subject to section 13.2.2 of the Continuing obligations of stock exchange listed companies. The disclosure requirements related to acquisitions/disposals of large shareholdings, cf. the Securities Trading Act Section 4-3, are restricted to disclosures in shares admitted to trading on a regulated market of an issuer having Norway as its home state. However, the Continuing obligations section 13.2.2 (10) stipulates that

"The company must immediately send to Oslo Børs any notices it receives in respect of disclosure of large shareholdings ("flagging announcements"). However, this duty does not apply if the flagging announcement has already been publicly disclosed in accordance with Section 5 of Continuing Obligations."

The provision is justified in order to ensure that all market participants, trading on Oslo Børs, shall have timely and easy access to changes in large shareholdings regardless of the issuer having Norway as home or host state. The deadline "immediately" is aligned with the deadline stipulated in the above mentioned STA Section 4-3. Notwithstanding, there has not been an intention to impose more stringent conditions on "host state" issuers than the corresponding disclosure provision in the issuer's home state.

Based on the information provided to Oslo Børs it seems that all the disclosures of large shareholdings provided by Subsea 7 S.A. in 2015 have been within the Luxembourg transparency law requirements. However, since such disclosures are regarded as important for investors operating in the Norwegian stock market we recommend that Subsea S.A. endeavor to shorten the time span between a notification is received from an investor and the disclosure through Oslo Børs' information system as much as possible.

In addition, please observe that a new version of the Continuing obligations has entered into force as from 15 January 2016. The changes are described in circular no. 3/2015. Even though the above mentioned section 13.2.2 (10) is not altered, some of the other changes might contribute to make the rules somewhat more accessible. This is done through implementing commentaries to some of the provisions in the Continuing obligations where there are separate rules specified in Chapter 13. Some clarifications are also implemented directly in chapter 13 and are intended to make the rules clearer and more available.

4.3.2.2 Norske Skog ASA - Informasjonsplikt (brev av 13.05.16)

Det vises til korrespondanse mellom Oslo Børs ASA ("Børsen") og Norske Skog ASA (NSG/selskapet) i anledning informasjonshåndtering i forkant av selskapets børsmelding av 10. februar -2016; «2015 Year End Audit».

Meldingen viser til selskapets rapport for 4. kvartal som ble publisert den 5. februar 2016. Av meldingen fremkommer det at NSG og deres revisor, Ernst & Young("EY"), er uenige om gjeldende

prinsipper og markedsutsikter av betydning for verdsettelsen av selskapets eiendeler. Selskapet beskriver videre at dersom revisors syn får gjennomslag vil det enten bety en vesentlig nedskrivning av verdiene i selskapet eller en kvalifisert revisjonsberetning. Det har ikke vært tema hvorvidt informasjonen om innholdet av konflikten med revisor var innsideinformasjon, men når selskapet burde ha formidlet dette til markedet.

Børsens undersøkelser har begrenset seg til å fastlegge på hvilket tidspunkt revisors syn på verdifastsettelsen av eiendelene fremstod som innsideinformasjon for selskapet. Meldingen ble publisert kl. 08.11 den 10. februar 2016 (før Børsens åpningstid). Selskapet ble kjent med revisors syn senest etter Børsens åpningstid 5. februar 2016. Spørsmålet er dermed om meldingen ble offentliggjort for sent i forhold til NSGs informasjonsplikt til markedet.

Noterte selskapers informasjonsplikt til markedet

Etter vphl. § 5-2 (1), jf. løpende forpliktelser pkt. 3.1.1 skal børsnoterte selskaper uoppfordret og umiddelbart offentliggjøre innsideinformasjon som direkte angår utsteder, jfr. vphl. § 3-2 (1) til (3).

Innsideinformasjon er definert i vphl. 3-2 (1):

"Med innsideinformasjon menes presise opplysninger om de finansielle instrumentene, utstederen av disse eller andre forhold som er egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene eller tilknyttede finansielle instrumenter merkbart, og som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet."

Definisjonen stiller tre hovedvilkår for at opplysninger skal anses som innsideinformasjon. For det første må det dreie seg om presise opplysninger om de aktuelle finansielle instrumentene. Videre må opplysningene være egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene merkbart. Til slutt må det dreie seg om opplysninger som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet.

De to første hovedvilkårene i definisjonen av innsideinformasjon (dvs. kravet om at opplysningene skal være presise og påvirke kursen merkbart) er nærmere utdypet i vphl. § 3-2 (2) og (3):

"(2) Med presise opplysninger, menes opplysninger som indikerer at en eller flere omstendigheter eller begivenheter har inntruffet eller med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe og som er tilstrekkelig spesifikke for å trekke en slutning om den mulige påvirkningen av disse omstendighetene eller begivenhetene på kursen til de finansielle instrumentene eller de tilknyttede finansielle instrumentene.

(3) Med opplysninger som er egnet til å påvirke kursen til finansielle instrumenter eller tilknyttede finansielle instrumenter merkbart, menes opplysninger som en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning."

Etter det første hovedvilkåret må opplysningene i det minste indikere at en omstendighet har inntruffet, eller med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe. Verken ordlyden, forarbeider eller praksis begrenser hva som saklig kan utgjøre en opplysning, gitt at de øvrige vilkårene er innfridd.

Videre må opplysningene i følge vphl. § 3-2 (2), være såpass spesifikke at det kan trekkes en konklusjon om opplysningenes mulige effekt på prisen til det aktuelle finansielle instrumentet. Kravet loven stiller til opplysningenes presisjon er i følge forarbeidene ment å avgrense mot rykter og spekulasjoner, jf. Ot. prp. pkt. 4.5. Finanstilsynet, den gang Kredittilsynet, la i forbindelse med direktivgjennomføringen til grunn at opplysninger kan være presise selv om de ikke er fullstendige, entydige, endelige eller ubetingede, forutsatt at de er tilstrekkelig spesifikke, jf. høringsnotat av 1. mars 2004 side 15.

Det andre hovedvilkåret i definisjonen av innsideinformasjon, at opplysningene skal være egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene merkbart, er i loven nærmere angitt som en "fornuftig investor test", jf. § 3-2 (3). Etter forarbeidene er det avgjørende kriteriet i denne sammenheng hvorvidt "den alminnelige fornuftige investor ville tillagt opplysningene vekt dersom den inngikk i vedkommende beslutningsgrunnlag", jf. Ot. prp. pkt. 4.5. Det er etter loven intet vilkår at kursen til de finansielle instrumentene faktisk påvirkes. Vurderingen skal således foretas "ex ante", dvs. i forkant av den aktuelle handling (som f. eks kan være et kjøp eller offentliggjøring av informasjon).

For å omfattes av definisjonen av innsideinformasjon må opplysningene være ikke offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet.

Det må vurderes konkret om opplysninger er å anse som innsideinformasjon. Vurderingen er relativ og vil kunne falle ulikt ut for forskjellige selskap og markeder.

Tilsyn og sanksjonering av reglene om noterte selskapers informasjonsplikt er delegert til Oslo Børs, jfr. vphl. § 17-4 (3) tredje punktum og vphl. § 15-2 (2), jfr. verdipapirforskriften § 13-1.

Selskapets syn

Selskapet har redegjort kronologisk for sin oppfatning av prosessen frem mot børsmelding. Det sentrale for informasjonspliktspørsmålet etter Børsens syn er at selskapets subjektive forståelse av at EY endrer syn og moderer seg i en muntlig samtale 7. februar 2016. Det hitsettes;

5. februar 2016: Q4 2015 rapporten ble offentliggjort om morgenen. Rundt kl 17:30 på ettermiddagen fredag mottok selskapet nummerert brev nr 4 fra revisor. I dette brevet har EY formulert seg som om de har trukket konklusjoner, til tross for at prosessen med selskapet på dette tidspunktet i stor grad var pågående. Det var på dette tidspunktet også behov for bedre dokumentasjon og mer meningsutveksling for å avklare partenes faktiske syn på industri- og markedsutvikling. Både brevets innhold som sådan, og den sterke språkbruken i formuleringene, var følgelig mildt omtalt overraskende for selskapet.

6. februar 2016: Konsernsjefen innkalte Erik Mamelund (managing partner EY nordn) og Eirik Tandrevold (revisjonsansvarlig partner for Norske Skog) til et hastemøte søndag 7. februar 2016.

7. februar 2016: Hastemøtet nevnt i punktet ovenfor ble avholdt. Revisor syntes i møtet å moderere en del av uttalelsene i nummerert brev nr 4. Videre var revisor enig i å endre tilnærming til diskusjonene om impairment i den videre diskusjon, og til å bidra til en fokusert og effektiv prosess fremover. Det ble videre blant annet avtalt som følger:

- a. Revisor ville bli gitt tilgang til selskapets internasjonale M&A rådgivere og deres «fair value» modeller for selskapets eiendeler.
- b. Det skulle avholdes møter mellom selskapet og revisor fra og med mandag 8. februar 2016 og dagene fremover. Revisor skulle i disse møtene også ta med eksperter innen verdsettelse.
- c. Møtene mellom selskapet og revisor skulle begynne med å gjennomgå hele oppbygningen av selskapets impairment-modell.

Uavhengig av om det faktum at selskapet mottok nummerert brev nr 4, og/eller dets innhold som sådan, skulle være å anse som innsideinformasjon, var det selskapets klare oppfatning at det ikke

forelå noen innsideinformasjon etter at møtet med revisor var avholdt den 7. februar 2016. Begrunnelsen for dette er dels at revisor hadde «trukket tilbake» vesentlige deler av de synspunkter som fremgår av nummerert brev nr 4, og dels at status på dette tidspunkt var at revisjonsprosessen måtte anses som pågående, uten at revisor hadde trukket noen konklusjoner.

8.-9. februar 2016: Det ble disse to dagene avholdt møter mellom selskapet og revisor, herunder revisors verdsettelses-eksperter. Det var også avtalt at møtene skulle fortsette ytterligere utover i uken. Til tross for dette, og til tross for det som ble sagt fra revisors side i møtet den 7. februar 2016, varslet revisor på ettermiddagen tirsdag den 9. februar 2016 at de ville sende et nummerert brev nr 5 der selskapet ville gjøres oppmerksom på at nummerert brev nr 4 var oversendt til Finanstilsynet. Også varsel om dette brevet kom meget overraskende på selskapet. Selskapet anså nummerert brev nr 5 som en endring av revisors formelle syn på den pågående impairment-diskusjonen (til tross for den forståelse som forelå i møtet søndag 7. februar 2016), og videre at revisors formelle posisjon som uttrykt ved nummerert brev nr 5 kunne anses som innsideinformasjon. Selskapet ved Lars P. Sperre kontaktet derfor markedsovervåkingen ved Børsen (Lars Petter Olsen) og redegjorde for situasjonen som hadde oppstått ved revisorbrev nr 5, samt at selskapet inntil videre ønsket å utsette offentliggjøring av denne. Klokken var da ca 16:15. Signert nummerert brev nr 5 ble mottatt fra revisor pr e-post kl 16:57. Revisor ble deretter informert om selskapets kontakt med Børsen og bedt om å etablere innsideliste i tråd med normale prosedyrer.

9. februar 2016: Det var allerede den 8. februar 2016 kalt inn til et telefonstyremøte tirsdag den 9. februar 2016 kl 18:30 for å oppdatere styret på prosessen med revisor og de løpende møtene som var avtalt med revisor i søndagens møte med ledelsen i EY. Som en følge av nummerert brev nr 5 fra revisor, mottatt halvannen time før styremøtet, ble det i styremøtet besluttet å sende børsmeldingen som ble sendt neste morgen den 10. februar 2016 før børsåpning.

10. februar 2016: Det ble ca kl 8:15 om morgenen avholdt et kort telefonmøte mellom selskapet ved Lars P. Sperre og Børsen ved Thomas Borchgrevink, der Børsen ble informert om utvikling i saken og det faktum at selskapet hadde valgt å sende børsmelding på forholdet.

Børsens syn

Brevet fra EY av 5. februar 2016 er etter Børsens mening ikke til å misforstå og eventuelle inntrykk man har hatt etter møtet den 7. februar understøttes ikke av senere skriftlig kommunikasjon med revisor. Det hitsettes fra brevet av 5. Februar;

“Even though the actual impairment amounts have not finally been determined, it is in our opinion obvious that the equity, after the impairment charges, will be negative.

After the abovementioned meeting, we noted that the planned AC meeting on the 2 February and our invitation to the board meeting on the 4 February were both cancelled. Today, as a result of the release of the Company’s 4Q report, we noted that none of our comments in the last AC meeting regarding impairment were reflected nor disclosed in the report.

As communicated in the AC meeting, we will not be able to issue an unqualified audit opinion on the 2015 accounts as approved by the Board of Directors.

As a consequence of the disagreement between the Board and Directors and the auditors the Board should assess whether this fact represents a breach of laws and regulations and the information provisions in the Security Trading Act, including the insider information regulation.

A breach of the regulations exposes the Board members to a risk of liability to investors in debt and equity securities and other stakeholders.”

Det understrekes fra revisor at selskapet i forbindelse med uenigheten burde vurdere relevante bestemmelser i vphl. (informasjonsplikt). Dette fremkommer også i.h.t EYs kommentarer til selskapets brev til Finanstilsynet av 7. mars 2016 (no.7) der revisor stiller selskapet ett direkte spørsmål om man har vurdert risikoen med å offentliggjøre uenigheten. I de samme kommentarene presiseres det at revisor oppfordret selskapet å forholde seg til informasjonen som innsideinformasjon i.h.t. vphl. §§ 3-4 og 3-5. (Taushetsplikt, mm)(listeføringsplikt).

At selskapet ikke har forstått alvoret i i Brev nr. 4 fra EY bygger etter deres forklaring på at selskapet mener innholdet ble moderert gjennom etterfølgende kommunikasjon med revisor.

Etter Børsens syn har dette formodningen mot seg. Selskapet ble varslet om forpliktelsen mot markedet gjentatte ganger. I tillegg kommer at revisor i ettertid på det sterkeste har imøtegått selskapets påstand om at man hadde moderert sitt syn.

Først den 9. februar 2016 på ettermiddagen kontaktes Børsen med informasjonen for utsatt offentliggjøring. I dialog med selskapet om vilkårene for utsatt offentliggjøring var til stede, ga Børsen tydelige signaler om at man anså vilkårene brutt da det kunne stilles spørsmålstegn ved innholdet i kvartalsrapporten for 4. kvartal som var allerede var meddelt markedet.

Selskapet kan utsette offentliggjøring av opplysninger etter vphl. § 5-2 for ikke å skade sine legitime interesser, forutsatt at allmennheten ikke villedes av utsettelsen og opplysningene behandles konfidensielt, jf. § 5-3. Oslo Børs har tilsynet med at disse reglene overholdes, jf. verdipapirforskriften § 13-1. Vilårene er kumulative.

Etter Børsens syn kan det stilles spørsmålstegn ved om selskapet hadde en legitim interesse for utsatt offentliggjøring, uansett ville man viliede markedet om ikke informasjonen ble utlignet, der investorenes forventninger var preget av den nylig publiserte regnskapsinformasjonen.

Børsen ga i samtalen uttrykk for at man vurderte å stanse handelen i instrumentet om melding om uenigheten med revisor ikke kom før børsåpning neste børsdag, onsdag 10. februar 2016.

Revisor har en sentral rolle som tillitsmann i kapitalmarkedet og deres uttalelser vil normalt tillegges betydelig vekt. Regnskapsinformasjon er ett sentralt parameter for prising og analyse av utstedere. Det faktum som oppstod når revisors syn på regnskapsprinsippene ble kjent må kunnes ansees å øke usikkerheten betraktelig og om kvartalsrapporten faktisk ga et korrekt bilde av selskapets økonomiske stilling.

Selskapet var i en akutt vanskelig finansiell situasjon særlig i forbindelse med sine gjeldsforpliktelser noe som ytterligere forsterket 4. kvartalstallenes aktualitet.

Det forhold at revisor ikke er i stand til å innestå for regnskapsprinsippene medfører ny usikkerhet. Dette gjelder spesielt der revisors foretrukne regnskap modell ville medføre risiko for negativ egenkapital. Børsen legger til grunn at dette er opplysninger som en fornuftig investor ville legge vekt på i sin investor beslutning og som derfor faller inn under av selskapets informasjonsplikt til markedet.

Meldingen om uenigheten med revisor burde etter Børsens syn vært meldt fredag den 5. februar når man ble kjent med innholdet og revisors syn. Det hadde etter Børsens mening, som ett minimum,

vært tilstrekkelig å referere revisors syn og eventuelt imøtegått dette og gitt uttrykk for eventuell uenighet.

Som fremholdt av Børsen var vilkårene for utsatt offentlighet ikke til stede og meldingen som ble sent markedet mandag 10. februar var etter Børsens mening et resultat av Børsens engasjement snarere enn selskapets uoppfordrede ønske om å melde forholdet til markedet.

Det er kompliserende for Børsen vurdering at selskapet påstår og subjektivt å ha oppfattet en moderasjon i EYs syn i løpet av en samtale. I ettertid er det vanskelig å prøve dette. Påstanden fra selskapet virker ikke støttet gjennom annen dokumentasjon. Børsen må likevel ta inntrykket om moderasjon til etterretning, dog mener Børsen likevel at selskapet burde ha oppfattet informasjonen i brevet fra revisor på en klarere måte.

Børsen ser også at tidsmomentet i saken har vært utfordrende og at prosessen således var vanskelig å håndtere med press fra flere kanter. Selskapet har vært under til dels kraftig press i prosessene rundt restruktureringen av gjeld. Børsen antar derfor at mye av oppmerksomheten til selskapet har vært rettet mot grupperinger av obligasjonseiere som har komplisert selskapets arbeid bl.a. med rettsmøter i USA. Undertiden er det nettopp i slike situasjoner informasjonsplikten er viktig for en korrekt prising av selskapet.

Informasjonsplikt til markedet en av de noterte selskapers mest sentrale plikter. I dette ligger ett krav til beredskap i forhold til børsmeldinger og en evne til å vurdere status i selskapet løpende mot markedets krav på korrekt informasjon. Å avskjære forpliktelsen på subjektivt grunnlag basert på samtaler synes for Børsen noe svakt og kritikk verdig, men legger til grunn at selskapet en kort periode de facto ikke har forstått alvoret i saken. Etter Børsens syn burde selskapet likevel ha forstått at uenigheten skulle meldes markedet på ett tidligere tidspunkt.

Selv om vurderingen skal gjøres ex-ante legger Børsen vekt på at markedet ikke reagerte spesielt på meldingen der selskapet falt 0,5 %, noe mindre enn OBX indeksen. Med helgen 6. og 7. mars representerer bruddet to handelsdager. Børsen har ikke indikasjoner på lekkasje av informasjon i perioden.

Børsen har vært i sterk tvil vedrørende valg av reaksjon, men har etter en totalvurdering kommet til at saken avsluttes med kritikk.

Dette brevet vil bli offentliggjort gjennom Børsens publikasjon «Vedtak og uttalelser».

4.3.2.3 Offentliggjøring av innsideinformasjon på selskapenes egne nettsider (brev av 15.06.16)

Et velfungerende kapitalmarked kjennetegnes av god informasjonsflyt fra de noterte selskapene. Det er viktig at markedsaktørene har tilgang til riktig, fullstendig og rettidig informasjon fra selskapene for å fatte kvalifiserte investeringsbeslutninger. Gjennom en notering påtar selskapene seg en rekke forpliktelser knyttet til informasjonsgivning. Det er sentralt at informasjonspliktig informasjon først gjøres tilgjengelig for offentligheten gjennom børsmelding, slik at alle får tilgang på informasjonen samtidig.

Noen selskaper gjør informasjon klar for offentliggjøring på egne nettsider med en tidsbegrenset sperre (utsatt publisering) i påvente av at børsmelding sendes. Når den aktuelle informasjonen er offentliggjort som børsmelding fjernes sperren. Sperrefunksjonen har i enkelte tilfeller kunnet omgås ved å gjøre mindre endringer i adressefeltet på selskapenes nettsider. Eksempelvis har Selskap A

kunnet publisere regnskap for første kvartal på egne nettsider: "<http://A.no/kvartalstall/Q1.pdf>". Uvedkommende har så forventet at tallene for andre kvartal vil bli gjort tilgjengelige på "<http://A.no/kvartalstall/Q2.pdf>", og spør derfor på denne adressen i håp om at selskapet skal legge informasjonen på webserveren før børsmelding sendes.

Oslo Børs forstår at selskapene har behov for å være godt forberedt ved offentliggjøring av informasjonspliktig informasjon på egne nettsider, men vil gjøre oppmerksom på sikkerhetsrisikoen ved en slik løsning. Vi er kjent med tilfeller hvor uvedkommende har fått tilgang til regnskapsrapporter og annen informasjonspliktig informasjon på selskapenes nettsider på denne måten. Vi ønsker med dette brevet å gi enkelte føringer for tilbørlig informasjonshåndtering i slike situasjoner, med utgangspunkt i verdipapirhandelloven § 3-4 (2):

«Den som har innsideinformasjon plikter i sin behandling av slike opplysninger å utvise tilbørlig aktsomhet, slik at innsideinformasjonen ikke kommer i uvedkommendes besittelse eller misbrukes. Utsteder av finansielle instrumenter og andre juridiske personer som regelmessig er i besittelse av innsideinformasjon, skal ha rutiner for sikker behandling av innsideinformasjon».

Denne bestemmelsen er referert til i de løpende forpliktelsene for noterte selskaper og selskaper opptatt til handel på Merkur Market, samt Obligasjonsreglene og ABM-reglene²⁸. Børsen vil herunder presisere at denne bestemmelsen også gjelder utenfor Børsens åpningstid selv om utstederen planlegger offentliggjøring av børsmelding før børsåpning neste dag.

Oslo Børs mener at det ikke kan anses som tilbørlig aktsom informasjonshåndtering når innsideinformasjon gjøres tilgjengelig på selskapenes nettsider med en sperre som relativt enkelt kan omgås av uvedkommende. De noterte selskapene er, etter verdipapirhandelloven § 5-2 (2), pålagt å gjøre innsideinformasjonen tilgjengelig på selskapenes internettside etter at offentliggjøring har funnet sted²⁹. Oslo Børs oppfordrer selskapene til å gjennomgå sine rutiner på området og å være bevisste på tilbørlig aktsom informasjonshåndtering i denne forbindelse. Børsen forventer at ikke-offentliggjorte regnskapsrapporter og annen informasjonspliktig informasjon håndteres tilbørlig av selskapene og at slik informasjon er forsvarlig sikret på selskapenes nettsider før den offentliggjøres i børsmelding.

Selskapene med noterte verdipapirer har et stort ansvar for at tilliten til det norske kapitalmarkedet ivaretas ved at all informasjonspliktig informasjonen gis samtidig til alle aktører gjennom de etablerte kanaler. Når slik informasjon gjøres relativt enkelt tilgjengelig før den er offentliggjort kan dette skade tilliten til markedet som helhet. Hensikten med dette brevet er således å sette søkelyset på praksisen med å gjøre informasjonspliktig informasjon utilsiktet tilgjengelig på selskapets nettsider før offentliggjøring og klargjøre Børsens forventninger på dette området. Overtredelser vil normalt bli rapportert til Finanstilsynet.

Finanstilsynet er gjort kjent med dette initiativet fra Oslo Børs.

Oslo Børs avslutter saken med dette brev.

²⁸ Verdipapirhandelloven § 3-4 (2) gjelder ikke for obligasjoner notert på Nordic ABM, men en tilsvarende ordlyd er inntatt i ABM-reglene pkt. 3.2.1.3.

²⁹ Selskaper tatt opp til handel på Merkur Market er ikke pålagt etter Merkur-reglene å gjøre informasjonspliktig informasjon tilgjengelig på egne nettsider etter offentliggjøring. Hvis selskapet likevel benytter slik publisering må bestemmelsen om tilbørlig informasjonshåndtering følges.

4.3.2.4 Nordea Markets - manglende rapportering av obligasjonshandler

1. Innledning

Medlemmer på markedsplassene til Oslo Børs plikter å rapportere handler de medvirker til i finansielle instrumenter som er tatt opp til handel. Rapporteringen omfatter blant annet informasjon om kurs, volum, tidspunkt og medlemmet som har utført handelen. Oslo Børs offentliggjør denne informasjonen slik at andre markedsaktører får tilgang til den.

Rapportering og offentliggjøring på Oslo Børs

Rapportering og offentliggjøring av informasjon om handler, er nødvendig for å sikre at markedet har «god gjennomsiktighet og at kursnoteringene gjenspeiler de noterte instrumentenes markedsverdi», jfr. børsloven 22 (1). Etter børsforskriften § 17 (2) skal regulert marked fastsette nærmere regler om offentliggjøring av bl.a. handler i obligasjoner som er tatt opp til notering. Oslo Børs er et regulert marked som blant annet tar opp obligasjoner til notering. Regler om medlemmers plikt til rapportering av handler i obligasjoner notert på Oslo Børs er fastsatt i handelsreglene - Oslo Børs Member and Trading Rules (MTR).

Rapportering og offentliggjøring på Nordic ABM

Nordic ABM er et uregulert marked og er derfor ikke underlagt reguleringen i børsloven og børsforskriften. Markedsplassen drives av Oslo Børs. Regler om medlemmers plikt til rapportering av handler i obligasjoner tatt opp til notering på Nordic ABM er fastsatt i handelsreglene – Nordic ABM Member and Trading Rules (ABM MTR).

Denne saken gjelder unnlatelse av å rapportere handler i obligasjoner notert på Oslo Børs og Nordic ABM rettidig.

Da Nordea Markets ble klar over sin manglende rapportering av handler tok de selv kontakt med Børsen og påpekte forholdet. På denne bakgrunn fant Børsen at 7 handler, i seks ulike obligasjonslån, notert på Oslo Børs var unnlatt meldt. De øvrige mangelfulle rapporteringene gjaldt 26 handler i obligasjoner notert på Nordic ABM.

2. Kort om selskapet

Nordea Markets er en del av Nordea AB-konsernet. Nordea Bank Finland Plc er medlemmet på obligasjonssiden. Den norske juridiske enheten, Nordea Bank ASA, ved seksjonen Nordea Markets utfører handler i obligasjoner både på Nordic ABM og Oslo Børs på vegne av det finske medlemmet. Den norske enheten er delt i to obligasjonsseksjoner, trading og sales.

De nordiske Nordea-selskapene er i ferd med å fusjonere, og fusjonstidspunktet er satt til 2. januar 2017. Overtakende selskap blir Nordea Bank AB.

3. Sakens bakgrunn

Nordea Markets kontaktet Oslo Børs markedsovervåking den 25.05.2016 og ga beskjed om at man hadde glemt å rapportere en rekke obligasjonshandler³⁰. Børsen ba om at handlene ble meldt straks og merket med «exchange granted». Kategorien «exchange granted» kan kun benyttes dersom man har fått spesiell tillatelse fra Børsen til å benytte denne kategorien, og brukes typisk dersom det har blitt rapportert feil og man ikke har anledning til å slette handelen.

³⁰ Vedlegg 1: Tabelloversikt over handlene

Ved gjennomgang fant Børsen at det totalt var 33 handler som var forsinket meldt hvorav 7 handler, i 6 forskjellige obligasjoner, er gjort i lån notert på Oslo Børs. De resterende 26 handlne, i 24 forskjellige obligasjoner, er i lån notert på Nordic ABM³¹. Opprinnelig handelsdato er fordelt over tidsperioden 08.04.2016 til 04.05.2016, og forsinkelsen i rapporteringen er etter dette mellom 3 og 6 uker. En obligasjonshandel skal normalt være rapportert i løpet av 5 minutter. Omsetningsverdi på handlne varierer fra NOK 993 070 til NOK 60 073 800.

Hvorvidt man kan anta at handlne ville ha kunnet påvirke etterfølgende handler, må sees i sammenheng med handelsaktiviteten i det aktuelle obligasjonslånet. Vedlegg 3 illustrerer handelsbildet for de 6 obligasjonslånene notert på Oslo Børs. Som kan sees av illustrasjonene, er flere av obligasjonene relativt likvide og det er meldt flere handler kort tid etter at Nordea Markets' handler skulle ha vært meldt. Man kan derfor ikke utelukke at andre aktører ville sett hen til disse ved etterfølgende transaksjoner. Handelen som er gjort i et børsnotert sertifikat utstedt av NorgesGruppen ASA, har en omsetningsverdi på NOK 60 073 800. Dette er den største handelen som er gjort i løpet av hele sertifikatets løpetid³². Også handelen i en obligasjon utstedt av OBOS BBL, notert på Nordic ABM, utmerker seg med en omsetningsverdi på NOK 46 557 060. Dette er den største handelen som er gjort i obligasjonslånet i løpet av 2016 per 04.10.2016.

4. Børsens undersøkelser

På bakgrunn av antallet for sent rapporterte handler og avviket fra når disse handlne opprinnelig skulle vært meldt, besluttet markedsovervåkingen ved Oslo Børs å innhente en forklaring fra Nordea Markets på hvorfor handlne ikke ble rapportert inn tidligere. I svaret forklarer Nordea Markets at dette skyldtes en intern misforståelse/feiltolkning. Da Børsens ved styret tidligere har påpekt mangelfulle rutiner rundt dette medlemmets rapportering av obligasjonshandler³³, fulgte Markedsovervåkingen ved Oslo Børs opp svaret ved å be om en ytterligere redegjørelse for hvilke rutiner som er implementert vedrørende rapportering av obligasjonshandler. I svaret, som er referert i avsnitt 6 nedenfor, vektlegges det at det ikke først og fremst er svakhet i prosedyrene som resulterte i denne hendelsen, men en feiltolkning av en person og at feilen var forsøkt rettet opp ved å kontakte Børsen så snart man ble klar over bruddet.

5. Rettslig grunnlag

Rapporteringsplikten fastsatt i handelsreglene er tilnærmedesvis lik for handel på Oslo Børs (regulert marked) og Nordic ABM (uregulert marked). Forpliktelsene er regulert i henholdsvis Oslo Børs MTR og ABM MTR.

5.1 For rapportering av handel i obligasjoner notert på regulert marked – Oslo Børs

Børsforskriften § 17 (2):

«Regulert marked skal også fastsette nærmere regler om offentliggjøring av opplysninger om ordre, handler mv. i andre finansielle instrumenter enn aksjer, som er tatt opp til notering på det regulerte markedet.»

MTR 3000:

“A trade is on Exchange if one or both of the parties to the trade is a member firm (whether as agent or as principal) and the trade is effected:

³¹ Vedlegg 2: Tabelloversikt over de ulike papirene

³² Vedlegg 3: Handelsbilde for lånene notert på Oslo Børs

³³ Vedlegg 4: Kritikkbrev av 24. april 2013 Nordea Markets-manglende rapportering av obligasjonshandler

3000.1 (...)

3000.2 in any instrument which is not an equity”

MTR 3010:

“A trade report shall be submitted to the Exchange in respect of every on Exchange trade to which a member firm is a party in accordance with the trade reporting responsibility Rule 3012.

Guidance to Rule:

Every on Exchange trade must have a trade report, whether it is to be published or not, with each trade representing a distinct market contract that will have the protection of the Exchange’s Rules, including settlement.

(...)

For trading in fixed interest securities, the absence of a trade report implies a breach of the Exchange’s trade reporting responsibility rules.(vår understrekning)

On Exchange principal crosses, where there are two distinct contracts, require two distinct trade reports if both legs are to be brought on Exchange.

On Exchange agency crosses, where there is only one contract, require a single trade report.

For the purposes of this rule, a trade is considered concluded or executed as soon as:

a) the terms of the trade with regard to the price and volume are agreed between the buyer and the seller; or

b) where a trade includes multiple legs and where an agreement on the terms of each of the legs is a pre-condition to the completion of the trade, the trade is completed when all the legs have been put in place and agreed”

MTR 3032:

“For fixed interest securities, a member firm may elect to use the deferred publication facility for all manual trades.

Guidance to Rule:

A member firm may elect to delay the publication of a fixed interest securities trade by submitting a trade report with the relevant trade type.”

5.2 For rapportering av handel i obligasjoner notert på Nordic ABM

ABM MTR 3010:

“A trade report shall be submitted to the Marketplace in respect of every on Exchange trade to which an ABM member firm is a party in accordance with the trade reporting responsibility rule 3012.”

ABM MTR 3030:

“An ABM member firm may elect to use the deferred publication facility for all manual trades.

Guidance to Rule:

An ABM member firm may elect to delay the publication of a trade by submitting a trade report with the relevant trade type.”

5.3 Sanksjoner regulert marked – Oslo Børs

MTR Kapittel 6:

“Where the Exchange believes there has been a breach of these rules by a member firm, or employees or directors of the member firm, the Marketplace may commence disciplinary action against such member firm, employees or officers in accordance with the provisions set out below. There are a number of factors which the Marketplace takes into account when considering what disciplinary action to take in relation to a rule breach.

The seriousness, size and nature of the rule breach

- How the rule breach came to light
- The actual or potential market impact of the rule breach, and any other repercussions
- The extent to which the rule breach was deliberate or reckless
- The general compliance history of the member firm, and specific history regarding the rule breach in question
- Consistent and fair application of the rules (any precedents of previous similar rule breaches)
- The responsiveness and conduct of the member firm in relation to the matter under investigation.”

MTR C100:

“The Exchange’s approach to regulation is aimed at maintaining the integrity, orderliness, transparency and good reputation of its markets and changing member firms’ behavior in those markets where necessary. The Exchange will investigate the facts of each case, seeking to understand why the rule breach occurred and will assess whether any remedial action the member firm has taken is adequate to prevent similar future occurrence.

Where a member firm breaches the provisions of the Exchange Act or the Exchange Regulations, these Rules, business terms and conditions or good business practices, or otherwise demonstrates unsuitability to be a member firm, the Exchange may:

- (i) Issue a warning to the member firm;
- (ii) Suspend the member firm from participation in trading;
- (iii) Terminate the membership or withdraw the right to participate in trading, provided that the breach is material.”

MTR C101:

“Where a member firm breaches the provisions of the Exchange Act or the Exchange Regulations, or materially breaches these Rules or business terms and conditions, the Exchange may resolve to impose a violation charge, payable to the Exchange.”

MTR C104:

“A member firm may appeal against decisions of the Exchange as set out in Rule C100, C101 and C102. A decision involving a warning of the member firm may however not be appealed. Appeals must be made and will be handled in accordance with Chapter 8 of the Exchange Regulations.”

5.4 Sanksjoner Nordic ABM

ABM MTR Kapittel 6:

“Where the Marketplace believes there has been a breach of these rules by an ABM member firm, or employees or directors of the ABM member firm, the Marketplace may commence disciplinary action against such ABM member firm, employees or officers in accordance with the provisions set out below. There are a number of factors which the Marketplace takes into account when considering what disciplinary action to take in relation to a rule breach.

The seriousness, size and nature of the rule breach

- How the rule breach came to light
- The actual or potential market impact of the rule breach, and any other repercussions
- The extent to which the rule breach was deliberate or reckless
- The general compliance history of the ABM member firm, and specific history regarding the rule breach in question
- Consistent and fair application of the rules (any precedents of previous similar rule breaches)
- The responsiveness and conduct of the ABM member firm in relation to the matter under investigation.

The Marketplace’s approach to regulation is aimed at maintaining the integrity, orderliness, transparency and good reputation of its markets and changing ABM member firms’ behaviour in those markets where necessary. The Marketplace will investigate the facts of each case, seeking to understand why the rule breach occurred and will assess whether any remedial action the ABM member firm has taken is adequate to prevent similar future occurrence.”

ABM MTR C100:

“Where an ABM member firm breaches law, regulations, these rules, good business practices, or otherwise demonstrates unsuitability to be a member, Nordic ABM may report the ABM member firm to the relevant authorities.”

ABM MTR C101:

“The Marketplace may, in respect of any such breach:

- (i) Issue a warning to the ABM member firm;

- (ii) Suspend the ABM member firm from participation in trading;
- (iii) Call attention to the situation by issuing public criticism
- (iv) Terminate the membership or withdraw the right to participate in trading, provided that the breach is material.”

6. Selskapets anførsler

I anledning saken ba Børsen om en redegjørelse for hvilke rutiner som var implementert, og den kompetanse medarbeiderne besitter. I en e-post til Børsen 1. juli 2016 redegjør Nordea Markets for dette. Feilen skyldes brudd på internprosedyrer, og det hitsettes fra e-posten;

«Som nevnt i vårt svarbrev i 2013 velger flere store fondsforvaltere å foreta sine «internttransaksjoner» mellom de ulike fondene de forvalter hos Nordea Markets. Siden dette er transaksjoner mellom ulike juridiske personer er dette å anse som reelle transaksjoner som skal meldes på børs, men er ikke transaksjoner som er utført av Nordea Markets. Slike «internttransaksjoner» er kapasitetskrevenende for en obligasjonsdesk å gjennomføre når de kommer. Av effektivitetshensyn har Nordea Markets derfor valgt å sentralisere denne tjenesten til en person. I mai 2016 ble denne tjenesten utført av en nyansatt. Vedkommende tolket feilaktig at dette ikke var reelle transaksjoner som skulle meldes på børs, men anså at dette kun var en tjeneste Nordea Markets utførte for de aktuelle fondsforvalterne.

Da Leder for Fixed Income Sales ble gjort oppmerksom på hva som hadde skjedd underrettet han umiddelbart markedsovervåkingen på Oslo Børs. Han fikk beskjed om å melde handlene som «exchange granted trades», noe som umiddelbart ble gjort. Han forstod det slik at dette ikke var å anse som noe stort problem.

Nordea Markets beklager at denne situasjonen har oppstått. Vi anser at våre prosedyrer er sterke nok når det gjelder meldinger av handler på Oslo Børs, men vil presisere ytterligere at også denne type transaksjoner skal meldes i børsens system. Vi vil allikevel påpeke at situasjonen som har oppstått ikke først og fremst skyldes en svakhet i våre prosedyrer, men en feiltolkning av en person. Nordea Markets er også av den oppfatning at markedet ikke har gått glipp av noen relevant prisingsinformasjon i denne saken.

Ved å benytte nyansatte til å utføre slike tjenester øker risikoen for feil, noe som fullt og helt er Nordea Markets ansvar. Selv om Nordea Markets også i fremtiden vil måtte benytte seg av nyansatte til å utføre tjenester for kunder vil vi gjøre vårt ytterste for at slike feil ikke oppstår igjen.»

Børsens vurdering av saken (varsel om vedtak), jfr. forvaltningslovens § 16 er forelagt Nordea Markets og man har ikke hatt ytterligere kommentarer.³⁴

7. Børsens vurdering

Børsen skal regelmessig overvåke medlemmers etterlevelse av børsens egne regler, jfr. børsloven § 27.

Den manglende rapporteringen fra Nordea Markets er gjennomgående, gjentakende og fordeler seg både på børsnoterte og Nordic ABM-noterte obligasjoner.

Rapportering av handler skal sikre gjennomlysningen i markedet på utførte avtaler om kjøp og salg. Gjennomlysningen skal bidra til at de aktuelle verdipapirene prises best mulig og at investorene får

³⁴ Vedlegg 5: E-post fra Nordea Markets til Oslo børs av 1. juli 2016

tilstrekkelig godt grunnlag for å vurdere hvilken pris man kan kjøpe og selge verdipapirer til. I tillegg er det en mulighet for investorer til å kontrollere at de handler han er delaktig i, er gjennomført på markedsmessige betingelser. For noterte obligasjonslån skal rapporteringsreglene også forebygge markedsmissbruk som misbruk av innsideinformasjon og markedsmanipulasjon ettersom transaksjoner blir offentlig og dermed kan vurderes av myndigheter, markedsaktører og allmennheten.

Når børsmedlemmer ikke følger opp plikten til å rapportere, selv om det skulle være skjedd ved feil eller manglende erfaring, vil ingen av de ovenstående hensynene fullt ut bli tilfredsstilt.

Obligasjonsmarkedet, i motsetning til aksjemarkedet, handles i begrenset omfang over børs. Det vil si at markedet ligger hos bankene og meglerforetakene og disse stiller priser for investorer som ønsker å handle. Det normale ved en handel er at foretakene handler mot egen bok og siden det ikke tas kurtasje på hver handel, tjener foretakene på forskjellen i kjøps- og salgspriser som oppnås. Dermed er kunden prisgitt meglerforetakenes prisstilling. Når dette ikke kan kontrolleres mot andre transaksjoner i markedet, enten fordi det ikke finnes andre som handler obligasjonen eller rapporteringen som i denne sak, er tilsidesatt, er det ikke mulig for investorene å kontrollere at man får best mulig pris. Når børsen heller ikke mottar den nødvendige informasjon fra handelsmedlemmet kan markedsplassen ikke kontrollere om prisene er markedsriktige. Unnlåtelsen av å melde handlene medfører med dette en forringelse av en allerede begrenset gjennomlysning i markedet.

Rapporteringsforpliktelsene er en av de grunnleggende forpliktelsene som verdipapirforetak har overfor obligasjonsmarkedet og bør være et av foretakets hovedfokusområder.

Det bemerkes at Nordea i 24. april 2013 fikk kritikk fra Børsen ved styret for brudd på de samme bestemmelser som i denne sak, (bl.a. om handler mellom fond med samme fondsforvalter). Det ble varslet i brevet om at fremtidige brudd vil kunne foranledige overtredelsesgebyr³⁵.

I formildende retning er det lagt vekt på at da Nordea Markets ble klar over feilen tok de selv kontakt med Børsen og påpekte forholdet. Nordea Markets har også erkjent ansvar for feilen og har uttalt de vil gjøre sitt ytterste for at det ikke skjer igjen. Det pekes også på at kun sju av handlene, i seks ulike obligasjonslån, gjelder obligasjonslån notert på Oslo Børs. De øvrige 26 handlene gjelder obligasjonslån notert på Nordic ABM.

Oslo Børs anser likevel de gjentatte bruddene på rapporteringsreglene som denne saken representerer som alvorlige, særlig under henvisning til kritikken medlemmet mottok i 2013.

8. Sanksjon

Det fremkommer av MTR Kapittel 6 at det ved valg av sanksjon blant annet skal sees hen til sakens alvor, potensiell påvirkning av markedet, grad av skyld, tidligere brudd og hvordan medlemmet har håndtert saken.

For vesentlige brudd på Børsens handelsregler kan Børsen ilegge medlemmet «violation charge», jf MTR C101. Det er ikke satt noen nedre eller øvre grense for et slikt overtredelsesgebyr, men i tidligere versjoner av handelsreglene (frem til 2010) kunne dette maksimalt settes til NOK 2 500 000. Det ble i forbindelse med denne endringen ikke tilkjennegitt fra Børsens side at nivået på det generelle nivået på gebyrene skulle endres. Det har heller ikke funnet sted noen endring av nivået gjennom praksis.

For brudd på rapporteringsplikten for ABM lånene vil kritikk være en aktuell reaksjon da Nordic ABM-regelverket ikke åpner for overtredelsesgebyr.

³⁵ Vedlegg 4: Kritikkbrev av 24. april 2013 Nordea Markets-manglende rapportering av obligasjonshandler

Saken er begrenset i omfang, der kun 7 av handlene i 6 papirer gjelder obligasjonslån notert på Oslo Børs og kan utløse overtredelsesgebyr. De resterende manglende rapporteringene knytter seg til 26 handler i Nordic ABM-lån der brudd kun kan medføre offentlig kritikk. Børsen anser dem som ett utslag av den samme menneskelige svikt i rapporteringen til Oslo Børs.

Det bemerkes at obligasjonseierne og potensielle investorer i de aktuelle lånene vil ha interesse av rapporteringen for å kunne danne seg ett riktigst mulig bilde av prisfastsettelsen i det aktuelle lånet. Det er en viktig og beskyttelsesverdig interesse at handler i obligasjonsmarkedet offentliggjøres rettidig. Som det er gjort rede for ovenfor er de relevante obligasjonene relativt likvide og det foretas andre handler kort tid etter at informasjon om handlene skulle vært offentliggjort. Enkelte av handlene er også relativt store.

Børsen har også lagt vekt på at dette gjelder handler mellom fond med samme fondsforvalter. Etter det Nordea Markets har opplyst er de ikke en del av prosessen med fastsettelse av prisen på handlene. Dette reduserer de potensielle skadevirkningene da kjøper og selger (her fondsforvalteren) disse tilfellene ikke har samme behov for å kunne kontrollere forskjellen i kjøps- og salgspriser som ved andre handler.

Børsen hadde ingen indikasjoner på brudd på forpliktelsene og ville sannsynligvis ikke selv ha avdekket forholdet. Nordea Markets har, som fremholdt, selv funnet avviket og kontaktet Børsen umiddelbart etter dette. Børsen legger til grunn at feilen skyldtes menneskelig svikt. Ved slike feil er dette en riktig og adekvat fremgangsmåte av Nordea Markets. En vil likevel bemerke at det gikk mellom 3 og 6 uker fra handlene var gjennomført til Børsen ble varslet, noe som kan indikere at deres kontrollrutiner for obligasjonsrapportering ikke er tilstrekkelig.

Som det fremgår har Nordea Markets våren 2013 blitt kritisert for lignende brudd på regelverket. Da mer alvorlig og i større omfang. Børsen bebudet den gang at senere brudd kunne resultere i sanksjon. Selv om de nye forholdene representerer nye brudd på de samme bestemmelsene har det gått noe tid. Etter en totalvurdering finner Børsen det passende med offentlig kritikk for bruddene av Oslo Børs Member and Trading Rules.

Ved utmåling, har Børsen lagt stor vekt på Nordea Markets korrekte håndtering av saken når den var et faktum, jfr. prinsippene i Member and Trading Rules og Nordic ABM Member and Trading Rules kapitlene 6.1.

9. Vedtak

Børsstyret ilegger Nordea Bank Finland Plc offentlig kritikk, for brudd på kravet i Oslo Børs Member and Trading Rules 3010 flg, om at alle obligasjonshandler skal rapporteres rettidig til Oslo Børs, jfr. lov om regulerte markeder (børsloven) §31 og børsforskriften § 33.

Videre ilegges Nordea Bank Finland Plc offentlig kritikk for brudd på kravet i Nordic ABM Member and Trading Rules 3010 flg, om at alle obligasjonshandler skal rapporteres rettidig til Nordic ABM, jfr. Nordic ABM Member and Trading Rules C101(iii).

4.3.2.5 Hofseth BioCare ASA - Kritikk for overtredelse av plikten til å notere nye aksjer uten ugrunnet opphold (brev av 11.11.16)

1. Bakgrunn for saken

Det vises til korrespondanse per e-post mellom Oslo Børs ASA og Hofseth BioCare ASA ("HBC" eller "selskapet") i perioden 4. til 12. oktober 2016 vedrørende notering av aksjer etter gjennomføring av rettet emisjon 22. april 2016³⁶. Det ble gjennom denne emisjonen ("april-emisjonen") utstedt 11.800.000 nye aksjer, dvs. en økning av antall aksjer på ca. 10,7 %, fordelt på totalt 14 tegnere. Herav ble ca. 5,3 av de 11,8 millioner aksjene utstedt ifm. konvertering av gjeld for to av tegnerne. Aksjene ble registrert i Foretaksregisteret 6. mai 2016 og plassert på et separat ISIN-nummer i VPS i påvente av at det ble utarbeidet prospekt³⁷. Disse aksjene ble tatt opp til notering etter at Finanstilsynet godkjente selskapets prospekt 30. september 2016³⁸ og selskapet offentliggjorde melding om dette.

I forbindelse med april-emisjonen planla selskapet opprinnelig å foreslå for selskapets generalforsamling å gjennomføre en etterfølgende reparasjonsemisjon³⁹. Styrets forslag til reparasjonsemisjon ble imidlertid trukket som følge av selskapets aksjekurs falt til et nivå under den foreslåtte tegningskursen⁴⁰.

29. august 2016 offentliggjør selskapet en ny rettet emisjon på minimum NOK 165 millioner, samt at det planlegges en etterfølgende reparasjonsemisjon på opp til NOK 20 millioner⁴¹. Disse emisjonene vedtas på ekstraordinær generalforsamling 20. september 2016⁴².

Prospektet som ble offentliggjort 30. September 2016, jf. første avsnitts siste punkt, dekker både april-emisjonen og de to beskrevne etterfølgende emisjonene ("september-emisjonene").

2. Det rettslige grunnlaget

Etter Løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper ("løpende forpliktelser") punkt 11.4 (1) første punktum jf. børsforskriften § 5 (2), skal kapitalforhøyelser i samme aksjeklasse som er notert ansees som automatisk tatt opp uten ny søknad. Selskapet skal imidlertid straks offentliggjøre at kapitalforhøyelsen er registrert i Foretaksregisteret, samt størrelsen på ny aksjekapital og totalt antall aksjer utstedt, jf. løpende forpliktelser pkt. 11.4 (3). Børsen legger slik melding, sammen med eventuell godkjennelse og offentliggjøring av prospekt, til grunn for vurdering av når aksjene anses tatt opp til notering og omsettelige over børs/regulert marked. Børsen forutsetter da også at selskapet på samme tidspunkt besørger at de nye aksjene registreres på selskapets ordinære ISIN i VPS uten særskilte handelsrestriksjoner.

Etter løpende forpliktelser punkt 11.4 (1) andre punktum skal selskapet sørge for at opptak til notering skjer uten ugrunnet opphold etter registrering av kapitalforhøyelsen i Foretaksregisteret. I de tilfeller de aktuelle aksjene ikke kan tas opp til notering før selskapet har offentliggjort et noteringsprospekt, må som en konsekvens et slikt noteringsprospekt offentliggjøres uten ugrunnet opphold. Børsen kan gjøre unntak fra plikten til å sørge for notering uten ugrunnet opphold, jf. punkt 11.4 (1) tredje punktum.

Det følger av vphl. § 7-3 at det ved opptak til notering av omsettelige verdipapirer på norsk regulert marked, herunder ved kapitalforhøyelser i selskap med noterte aksjer, skal utarbeides prospekt. Prospektet skal godkjennes av Finanstilsynet ("FT") og offentliggjøres av selskapet senest når notering foretas, jf. vphl. § 7-19. Vphl. § 7-4 angir enkelte unntak fra prospektplikten ved opptak til

³⁶ Børsmelding av 22. april 2016 kl. 21:54

³⁷ Børsmelding av 6. mai 2016 kl. 15:07

³⁸ Børsmelding av 30. september 2016 kl. 19:32

³⁹ Børsmelding av 4. mai 2016 kl. 16:30

⁴⁰ Børsmelding av 26. mai 2016 kl. 13:25

⁴¹ Børsmelding av 29. august 2016 kl. 08:00

⁴² Børsmelding av 20. september 2016 kl. 16:19

notering.

Etter dette følger det at Finanstilsynet, i kraft av å være prospektmyndighet, skal godkjenne prospektet før aksjene kan tas opp til notering. Verdipapirhandelloven angir ingen spesifikke tidsfrister for utarbeidelse av noteringsprospekter, ut over at de aktuelle aksjene ikke kan noteres før det aktuelle prospektet er godkjent. Følgelig er det Oslo Børs, med hjemmel i ovennevnte pkt. 11.4 (1) i Børsens løpende forpliktelser, som stiller krav til tidspunkt for opptak av aksjer til notering. I tilfeller hvor kapitalforhøyelsen ikke er omfattet av unntak fra prospektplikt, som angitt i vphl. § 7-4, følger det implisitt at selskapet skal besørge at prospekt utarbeides slik at notering kan skje uten ugrunnet opphold. Oslo Børs fører tilsyn med og sanksjonerer brudd på reglene i løpende forpliktelser, jf. børsforskriften § 31 og løpende forpliktelser punkt 15.4.

Det spesifiseres ikke nærmere i løpende forpliktelser hva som ligger i "uten ugrunnet opphold". Ordlyden tilsier imidlertid at aksjene skal tas opp til notering så snart som praktisk mulig og at et eventuelt tidsmessig opphold skal ha saklig grunn. Det foreligger flere vedtak og uttalelser fra Børsen som gir veiledning, herunder vises det til tidligere overtredelsessaker; Hands ASA (børsstyresak av 25.11.2003), Copeinca ASA (børsstyresak av 23.04.2008) og Cecon ASA (Børsklagenemnden sak 1/2012).

3. Selskapets redegjørelse

Selskapet har redegjort for de omstendigheter som medførte at godkjennelsen av prospektet først fant sted 30. september, og følgelig at aksjene utstedt i april-emisjonen først ble tatt opp til notering på dette tidspunktet.

Selskapet forklarer at forsinkelsen skyldes til dels eksterne forhold, samt dels at det i perioden mai-august pågikk diskusjoner med ulike aktører hvor utfallet av diskusjonene ville påvirke innholdet i prospektet på vesentlige punkter, og da i særlig grad arbeidskapitalerklæringen. Den usikkerhet som forelå vedrørende selskapets arbeidskapitalsituasjon, investorsonderinger og de innvirkninger dette hadde på prospektet, medførte, etter selskapets syn, at en utsettelse av videre arbeid med prospektet (og således notering av april-aksjene) var berettiget. En eventuell søknad om unntak fra løpende forpliktelser 11.4 (1) ble derfor ikke vurdert. HBC har også anført at man har vanskelig for å se at prospektkontrollen for noteringen av april-aksjene, alle forhold tatt i betraktning, kunne ha vært gjennomført raskere enn det den faktisk ble.

Oppsummeringsvis har HBC videre redegjort for følgende hendelsesforløp:

- Selskapet var klar over at det måtte utarbeides et prospekt for notering av aksjene utstedt i april-emisjonen og arbeidet med å utarbeide et prospekt ble påbegynt kort tid etter april-emisjonen. Den 9. mai 2016, altså dagen etter at aksjene var registrert i Foretaksregisteret, ble Finanstilsynet ("FT") kontaktet per telefon av selskapets juridiske rådgiver med et forhåndsvarsel om at det innen kort tid ville inngis et prospekt på vegne av HBC.
- I samtalen (9. mai) opplyste FT at de ville foretrekke at prospektet inneholdt finansiell informasjon som omfattet tall per utløpet av Q1 2016⁴³. Dette ble tatt til etterretning av selskapet og tentativ dato for innsendelse av førsteutkast til FT ble derfor forskjøvet til 20. mai 2016.

43 HBC hadde iht. sin finansielle kalender planlagt offentliggjøring av kvartalsrapport for Q1 20.05.2016

- I perioden mellom 9. mai og 20. mai ble det klart at selskapet ville ha utfordringer med å utarbeide en tilstrekkelig gjennomarbeidet arbeidskapitalerklæring for innsending den 20. mai.
- 20. mai ble første utkast til prospekt oversendt FT uten at arbeidskapitalerklæring var inntatt.
- 26. mai mottok selskapets juridiske rådgiver en e-post fra FT hvor det fremgikk at det ville være "vanskelig å starte en hensiktsmessig kontroll før arbeidskapitalerklæringen (som er kvalifisert) er inntatt i prospektet". På denne bakgrunn ble selskapet bedt om å sende inn første utkast på nytt. På dette tidspunkt var det også klart at den planlagte reparasjonsemisjonen ikke ville bli gjennomført, hvilket medførte at også prospektets transaksjonsskapittel måtte omarbeides.
- I perioden etter 27. mai ble det jobbet internt i selskapet med å få plass en dekkende og kvalifisert negativ arbeidskapitalerklæring i henhold til gjeldende prospektkrav. Et spesielt vanskelig punkt var å få avklart selskapets likviditetsbehov de neste 12 måneder. I tillegg pågikk det interne diskusjoner i selskapet angående hvilke tiltak selskapet kunne gjennomføre for å styrke arbeidskapitalen.
- Den 13. juni 2016 ble et nytt førsteutkast med arbeidskapitalerklæring oversendt FT og den 22. juni mottok selskapet første tilbakemelding fra FT.
- Etter tentativ tidsplan som forelå på dette tidspunktet skulle andre utkast sendes til FT den 24. juni 2016. Denne datoen ble imidlertid utsatt som følge av at selskapet var i diskusjoner med enkelte investorer om mulig deltakelse i en potensiell ytterligere rettet emisjon.
- Diskusjonene med de alternative investorene trakk ut i tid, noe FT ble løpende orientert om. Som følge av ferieavvikling i FT ble det etter hvert klart at et endelig prospekt måtte være klart innen 6. juli 2016 dersom prospektet skulle kunne bli endelig godkjent før sommerferien. Endelig avklaring rundt mulighetene for en ytterligere emisjon eller annen finansiering ble imidlertid ikke oppnådd innen denne datoen. Samtidig mottok selskapet signaler om at en investor ville vurdere å delta i en større emisjon etter sommerferien. Denne mulige investoren ble ansett for å være kommersiell og strategisk interessant, og det ble på denne bakgrunn ansett ikke hensiktsmessig å gå videre med diskusjoner med andre aktører før interessen fra denne investoren lot seg avklare. Dersom denne investoren viste seg interessert i å delta i en emisjon i den størrelsesorden som HBC hadde skissert for investoren, ville dette kunne gi grunnlag for en positiv arbeidskapitalerklæring i prospektet. Det ble på denne bakgrunn besluttet å utsette videre arbeid med prospekt og FT avsluttet prospektkontrollen.
- Den 29. august 2016 ble det publisert børs melding om den forestående emisjonen på inntil MNOK 165 (september-emisjonen)⁴⁴. Arbeidet med prospektet ble umiddelbart gjenopptatt og et nytt oppdatert førsteutkast ble sendt inn 2. september. Slik HBC ser det var prospektkontrollen som ble gjenopptatt 2. september 2016 en forlengelse av den prospektkontrollen som ble påbegynt i mai 2016. Prospekt som dekket både april- og september-emisjonene ble endelig godkjent av FT og publisert 30. september 2016.

Selskapet har også opplyst at ingen av april-aksjene har vært overdratt til nye eiere i perioden frem til 3. oktober 2016. HBC har også uttrykt at man for ordens skyld burde ha opplyst til Oslo Børs at prospektkontrollen ble satt på hold 6. juli 2016, men anser utsettelsen av arbeid med prospektet som

⁴⁴ Børs melding av 29. august 2016 kl. 08:00

berettiget og at prospektkontrollen som ble gjenopptatt 2. september 2016 var en forlengelse av den prospektkontrollen som ble påbegynt i mai 2016. Dette, sett i sammenheng med børsens sekundære rolle ved prospektkontroll, medførte således at orientering til børsen om oppholdet ikke ble gitt.

Selskapet har også anført at de ovennevnte utsettelsene som fant sted enten ble gjort i forståelse med Finanstilsynet eller at FT ikke hadde innvendinger mot utsettelsen(e).

4. Børsens vurderinger

Forsinkelsen med å utarbeide prospekt, for notering av aksjene utstedt i april-emisjonen, innebar at ca. 10,7 % av selskapets aksjekapital over en periode på ca. fem måneder ikke var tilgjengelige for omsetning på Oslo Axess. Som Børsen har uttalt i tidligere saker, jf. pkt. 2 siste avsnitt, er plikten for utstederselskapene til å besørge notering av nye aksjer uten ugrunnet opphold viktig for å bidra til et effektivt aksjemarked, samt for at tegnere i emisjoner raskt skal kunne omsette de nytegnede aksjene over børs/regulert marked. I dette tilfellet var emisjonen rettet mot en begrenset krets (14 tegnere). Videre er formålet med prospektplikt ved opptak til notering i forbindelse med kapitalforhøyelser i en notert aksjeklasse, at markedet skal få informasjon om større egenkapitaltransaksjoner og selskapsanliggender i forbindelse med dette. Slik informasjon bør være relatert til forholdene på emisjonstidspunktet og tilflytte markedet i tidsmessig nærhet til gjennomføring av kapitalforhøyelsen. I dette tilfellet gikk det ca. fem måneder fra kapitalforhøyelsen ble gjennomført til slik informasjon tilfløt markedet, noe som Børsen anser som en betydelig forsinkelse isolert sett. Spørsmålet blir etter dette om oppholdet er å anse som "ugrunnet opphold" eller om de omstendigheter som selskapet har redegjort for berettiger en slik utsettelse. Med andre ord hvorvidt notering fant sted så snart som praktisk mulig og at det tidsmessig opphold som fant sted hadde en saklig grunn.

Kvartalsrapport for Q1 2016

Selskapet sendte inn første utkast til prospekt 20. mai, altså fire uker etter offentliggjøring av april-emisjonen og to uker etter at aksjene som ble utstedt var registrert i Foretaksregisteret. Denne utsettelsen skyldtes at man ønsket å inkludere Q1 rapport som ble offentliggjort 20. mai. Isolert sett anser ikke Børsen denne utsettelsen som "ugrunnet opphold" da utsettelsen synes saklig begrunnet og det dreier seg uansett om en begrenset utsettelse.

Betydningen av arbeidskapitalerklæring

Første utkast til prospekt ble oversendt prospektmyndighetene 20. mai uten at erklæring om arbeidskapital (iht. prospektforordningens innholdskrav) var inntatt, og FT ba den 27. mai selskapet oversende nytt utkast til prospekt hvor slik erklæring var inntatt. Selskapet har argumentert med at det var vanskelig å utarbeide en arbeidskapitalerklæring som følge av selskapets finansiell situasjon og sonderinger i investormarkedet. Børsen vil først bemerke at det etter prospektforordningene ikke er et krav om at det inntas en "ren" arbeidskapitalerklæring. Dersom en utsteder ikke kan avgi en ren erklæring medfører det krav om at det klart skal fremgå av prospektet at selskapet ikke har tilstrekkelig arbeidskapital (altså en "negativ" eller "kvalifisert" erklæring), samt at det utløses krav om tilleggsinformasjon. Børsen stiller seg noe undrende til at det ikke var mulig innta slik erklæring før nytt førsteutkast til prospekt ble oversendt FT 13. juni. På dette tidspunktet hadde det gått drøye fem uker siden aksjene fra april-emisjonen var registrert i Foretaksregisteret, noe som fremstår som en lang periode selv om det er behov for avklaringer rundt selskapets finansielle situasjon.

Et ønske fra selskapets side om å kunne avgi en ren arbeidskapitalerklæring fremstår alene ikke som en saklig grunn for å utsette notering av tidligere utstedte aksjer. Her vises det bl.a. til at hensikten ved et noteringsprospekt er å gi tidsriktig informasjon om større egenkapitaltransaksjoner og selskapsanliggender jf. ovennevnte omtale (pkt. 4, første avsnitt).

Det bemerkes også at det etter prospektreglene ikke er et krav om at alle forhold relatert til selskapet skal være avklart i et prospekt. Kravet er at virksomheten, videre planer, mv. beskrives slik de fremstår på tidspunktet for prospektet. Eventuelle planer eller behov for etterfølgende transaksjoner skal beskrives i henhold til status for de aktuelle planer og behov. Herunder er kravene til tilleggsinformasjon, i de tilfeller en utsteder ikke kan avgi en ren arbeidskapitalerklæring, et godt eksempel. Det er, som beskrevet over, Finanstilsynet som avgjør hvorvidt de konkrete innholdskravene kan oppfylles i de tilfeller selskapet planlegger eller har behov for tiltak som bedrer selskapets likviditetssituasjon.

Betydningen av mulig(e) etterfølgende emisjon(er)

Børsen har forståelse for at det er ønskelig, sett fra selskapets ståsted, å avklare likviditetssituasjon og eventuelt etterfølgende emisjon(er) før endelig prospekt offentliggjøres. Det fremstår også som praktisk, og kostnadsbesparende for selskapet, at etterfølgende emisjoner inkluderes i ett og samme prospekt. Etter Børsens syn forutsetter dette imidlertid at disse transaksjonene finner sted nær i tid og ikke forsinker arbeidet med prospektet vesentlig. Det at HBC hadde sonderinger og/eller diskusjoner med potensielle nye investorer er ikke uten videre en saklig grunn for at notering av aksjene som ble utstedt i april-emisjonen ble utsatt ytterligere. I denne vurderingen må det også, etter Børsens syn, ses hen til hvor lang tid som allerede har gått siden den første emisjonen ble gjennomført. Det påpekes i denne sammenheng at prospektreglene åpner for gjenbruk av registreringsdokumenter i en 12 måneders periode, og således vil en utarbeidelse av prospekt ifm. etterfølgende emisjoner bli mindre omfattende.

Selskapet forklarer at "*diskusjonene med de alternative investorene trakk ut i tid*", som allerede hadde medført at planen om å sende inn andre utkast til prospekt 24. juni ble forskjøvet. Da selskapet i etterkant av dette mottok signaler om at en ny investor ville vurdere å delta i en større emisjon etter sommerferien, og denne investoren "*ble ansett for å være kommersiell og strategisk interessant*", valgte HBC å ikke gå videre med diskusjonene med andre aktører før denne nye mulige emisjonen var avklart. I lys av tiden som allerede var medgått, og det faktum at selskapet på dette tidspunktet var klar over at den nye investoren ikke ville delta i en emisjon før etter sommerferien, burde selskapet på dette tidspunktet ha fullført det påbegynte arbeidet med prospektet. Dette ville da resultert i at aksjene utstedt i april-emisjonen ble notert og markedet fikk oppdatert informasjon om selskapet gjennom et noteringsprospekt. Offentliggjøring av et prospekt ila. juli ville allerede representert en forsinkelse og Børsen kan i lys av dette ikke se at det forelå saklig grunn for ytterligere utsettelse under henvisning til en mulig emisjon i august. Konsekvensen ville som sagt blitt at selskapet måtte utarbeide et nytt prospekt etter sommeren dersom den etterfølgende mulige emisjonen materialiserte seg.

Betydningen av redusert bemanning ved prospektkontrollen

Finanstilsynet varslet 30. mai 2016 at man ville ha redusert bemanning på prospektkontroll i sommerferien, særlig i uke 28-31, og at det ikke kunne forventes tilbakemelding innenfor de normale fristene i denne perioden. Slikt "varsel" har for øvrig Finanstilsynet gitt hver sommer de siste årene, og dette må utstederne ta høyde for. Det er imidlertid ikke korrekt, slik selskapet hevder, at endelig prospekt måtte være klart før 6. juli dersom prospektet skulle kunne bli endelig godkjent før sommerferien. Kontrollarbeidet ville imidlertid kunne ta lengre tid enn normalt, men likevel ikke stoppet opp i uke 28-31. Dette har også Finanstilsynet bekreftet overfor Oslo Børs.

Børsen er på denne bakgrunn sterkt kritiske til at man valgte å avslutte arbeidet med prospektet 6. juli, hvor man allerede var betydelig forsinket, for så først å sende inn et nytt utkast 2. september. Denne utsettelsen synes å være motivert ut fra et ønske om å avklare emisjonen som ble offentliggjort 29. august. Herunder medførte gjennomføringen av denne emisjonen at selskapet i prospektet som ble offentliggjort 30. september kunne innta en ren arbeidskapitalerklæring:

"9.8.2 Working capital statement

The Company is of the opinion that its working capital is sufficient to cover the Group's present requirements for the 12-month period following the date of this Prospectus."

Dette kan, etter Børsens oppfatning, ikke utelukkes som en medvirkende faktor til at selskapet valgte å utsette arbeidet med prospektet. Det bemerkes også at Børsen er blitt gjort kjent med at beskrivelsen av april-emisjonen var uteglemt i nytt førsteutkast til prospekt som ble oversendt Finanstilsynet 2. september. Selv om dette antas å skyldes en inkurie, gir det likevel en indikasjon på at selskapets fokus i perioden var rettet inn på å bedre selskapets likviditetssituasjon. Utligning av informasjon til markedet, og å legge til rette for notering av aksjene utstedt i april-emisjonen, kan synes å ha kommet i annen rekke.

Det bemerkes også at selskapet aldri varslet Børsen om de stadige utsettelsene og heller ikke vurderte det nødvendig å søke om unntak fra plikten om å notere de nye aksjene uten ugrunnet opphold jf. løpende forpliktelser pkt. 11.4 (1) tredje punktum. En slik tidlig dialog ville ha avklart Børsens syn, dvs. at det ikke forelå saklig grunn for fem måneders utsettelse, og kunne således bidratt til å redusere perioden som medgikk fra utstedelsen til notering av aksjene fra april-emisjonen.

5. Konklusjon

Notering av aksjene utstedt i den rettede emisjonen som ble gjennomført i april 2016 fant sted ca. 5 måneder etter registrering av aksjene i Foretaksregisteret. Selv om det innledningsvis fant sted omstendigheter som gjorde det praktisk vanskelig å utarbeide prospektet, og som berettiget en utsettelse en viss periode, kan disse og etterfølgende omstendigheter ikke forsvare en så lang utsettelse det her er snakk om. Selskapet har således vært i brudd med løpende forpliktelser pkt. 11.4 (1) andre punktum ved at aksjene ikke ble notert uten ugrunnet opphold. Børsen mener at selskapet ikke skulle avsluttet arbeidet med prospektet før sommerferien under henvisning til diskusjoner med investorer om mulig ny emisjon. Herunder burde man sett hen til den tid som allerede var medgått siden emisjonen ble gjennomført.

Oslo Børs har tidligere sanksjonert med overtredelsesgebyr i to saker (Hands i 2003 og Copeinca i 2008) hvor tidsperioden mellom registrering av utstedte aksjer i Foretaksregisteret og notering var rundt seks måneder, samt en sak hvor tidsperioden strakk seg over hhv. 7 og 22 måneder.

Etter en samlet vurdering har Oslo Børs likevel valgt å avslutte denne saken uten at det ilegges sanksjon i form av overtredelsesgebyr for overtredelsen. I denne vurderingen er det blant annet lagt vekt på at selskapet innledningsvis er vurdert å ha hatt saklige grunner for utsettelse, samt at selskapet ikke tidligere har brutt nevnte bestemmelse. Det understrekes imidlertid at selskapets håndtering av arbeidet med å utarbeide prospekt har vært kritikkverdig og ikke akseptabel for et børsnotert selskap. Et gjentatt tilsvarende brudd vil således kunne medføre sanksjon i form av illeggelse av overtredelsesgebyr.

For ordens skyld opplyses det om at dette brev er forelagt Finanstilsynet mtp. å klargjøre faktum.

Oslo Børs vil ikke forfølge saken videre utover dette brev, men brevet kan inngå som en del av Børsens "Vedtak og uttalelser" som veiledning for andre markedsaktører.

4.3.2.6 Vardia Insurance Group ASA - Informasjonsplikt vedr. revisjon av delårsregnskap (brev av 30.03.16)

Det vises til korrespondanse mellom Oslo Børs ASA ("Børsen") og Vardia Insurance Group ASA (Vardia/selskapet) i anledning håndtering av informasjonsplikt i forkant av selskapets børsmelding av mandag 30.11.2015;

«STATUS FINANCIAL REPORTING: CURRENTLY NO MATERIAL DEVIATIONS - AUDIT PROCESS TO BE CLOSED WITHIN 21 DECEMBER 2015»

Det fremkommer av meldingen at selskapets revisor ikke har kunnet revidere delårsregnskapet for 3. kvartal 2015 da revisor manglet tilstrekkelig grunnlagsmateriale. Det vises også til at ingen avvik, i forhold til det delårsregnskapet for perioden som ble offentliggjort 10. november, er konstatert og at prosessen med revisor fortsetter og at den forventes ferdigstilt innen 21. desember 2015.

Meldingen fra selskapet kom etter at Børsen suspenderte Vardia-aksjen. Suspensjonen ble innført etter at Børsen ble kjent med revisjonsrapporten og ble opprettholdt frem til selskapet utlignet forholdet ved nevnt børsmelding 30.11.

Selskapets aksjekurs falt ca. 10 % i løpet av fem minutter etter at suspensjonen ble opphevet, men tok seg så opp igjen. Sluttkurs mandag var 3,9 % lavere enn siste handel før suspensjonen ble innført. Aksjekursen falt imidlertid ytterligere 9,5 % gjennom tirsdag 1. desember.

På bakgrunn av omstendigheten rundt offentliggjøring av meldingen og meldingens virkning på aksjekursen og handelsvolumet, valgte Børsen å rette en henvendelse til selskapet. Selskapet ble bl.a. bedt om å forklare hvorfor forholdet rundt revisjonsrapporten ikke ble offentliggjort tidligere, samt å gi en utfyllende gjennomgang og kronologisk fremstilling av de begivenheter som lå til grunn for meldingen.

Nærmere om revisjonen

Vardia er et forsikringsselskap og dermed bla. underlagt krav til solvensmarginkapital. Tilsynsmyndighet for forsikringsselskaper er Finanstilsynet.

I forbindelse med forberedelsene av regnskapet for 3. kvartal 2015 fant Vardia fredag 23. oktober 2015 på ettermiddagen at selskapet per 30. september 2015 mest sannsynlig var i brudd med kravene til solvensmarginkapital, og at det derfor var behov for å hente inn ytterligere egenkapital. Oslo Børs og Finanstilsynet ble varslet samme ettermiddag.

Mandag 26. oktober offentliggjorde selskapet børsmelding som inneholdt foreløpige resultattall for 3. kvartal med enkelte kommentarer om driften i perioden og informasjon om gjennomført plassering rettet emisjon på 50 millioner kroner. Det kommer samtidig frem av meldingen at selskapet har et tap på 56 millioner i 3. kvartal. Det opplyses videre om at selskapet har søkt om midlertidig dispensasjon fra soliditetskrav inntil nevnte emisjon er gjennomført. Emisjonen ble gjennomført ved registrering i Foretaksregisteret 30. oktober. Delårsregnskapet for 3. kvartal 2015 ble offentliggjort 10. november 2015.

I prosessen med Finanstilsynet om dispensasjoner fra soliditetskrav og om opptak til ansvarlig kapital (emisjonen) krevde tilsynet en revisorbekreftelse av selskapets kvartalsregnskap pr 30. september. Dette ble kommunisert i brev fra Finanstilsynet 25. oktober, i møte med selskapet 26. oktober og i brev av 27. oktober. Det ble presisert fra tilsynet at revisjonen skal utføres i samsvar med krav i revisorloven og ISA 800 og forutsatte at revisor hadde *"en særlig oppmerksomhet rettet mot*

forsikringstekniske avsetninger med tilhørende noteopplysninger samt selskapets utfordringer hva angår forsikringsrelaterte kostnader".

Finanstilsynet satte fristen for slik revisjon til 10. november 2015, som var den dato selskapet hadde annonsert offentliggjøring av delårsregnskapet for 3. kvartal.

Selskapet hadde tidligere i 2015 skiftet revisor fra BDO til PwC. Vardia opplyser at det derfor viste seg svært krevende å få gjennomført revisjon av regnskapet innen fristen. Etter dialog med Finanstilsynet i perioden 10. til 12. november 2015 ble Vardia innvilget utvidet frist til 26. november 2015.

På kvelden torsdag 26. november 2015 sendte selskapet revisjons beretning og brev til Finanstilsynet. Det fremkommer av beretningen at revisor ikke kan bekrefte selskapets regnskap. Finanstilsynet orienterte Vardia i e-post kl 9:26 mandag 30. november om at de anså *"det forhold at revisor ikke er i stand til å bekrefte regnskapet pr 3 kvartal, informasjonspliktig etter vphl § 5-2 flg."* Finanstilsynet viser samtidig til møte fredag 27. november hvor det samme budskapet ble formidlet selskapet. Vardia tok deretter kontakt med Oslo Børs for å avklare videre fremdrift, hvoretter selskapets aksjer ble suspendert og selskapet sendte en melding om forholdet.

I meldingen fra 30. november fremgår det at prosessen med innhenting av nødvendig informasjon og analyser for å slutføre revisjonen forsetter og at selskapet forventer at prosessen med revisor vil bli slutført innen 21. desember.

Den 21. desember melder selskapet at revisjonsprosessen er avsluttet og det ikke er funnet avvik i forhold til delårsrapporten fra 10. november.

Noterte selskapers informasjonsplikt til markedet

Etter vphl. § 5-2 (1), jf. løpende forpliktelser pkt. 3.1.1 skal børsnoterte selskaper uoppfordret og umiddelbart offentliggjøre innsideinformasjon som direkte angår utsteder, jfr. vphl. § 3-2 (1) til (3).

Innsideinformasjon er definert i vphl. 3-2 (1):

"Med innsideinformasjon menes presise opplysninger om de finansielle instrumentene, utstederen av disse eller andre forhold som er egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene eller tilknyttede finansielle instrumenter merkbart, og som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet."

Definisjonen stiller tre hovedvilkår for at opplysninger skal anses som innsideinformasjon. For det første må det dreie seg om presise opplysninger om de aktuelle finansielle instrumentene. Videre må opplysningene være egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene merkbart. Til slutt må det dreie seg om opplysninger som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet.

De to første hovedvilkårene i definisjonen av innsideinformasjon (dvs. kravet om at opplysningene skal være presise og påvirke kursen merkbart) er nærmere utdypet i vphl. § 3-2 (2) og (3):

"(2) Med presise opplysninger, menes opplysninger som indikerer at en eller flere omstendigheter eller begivenheter har inntruffet eller med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe og som er tilstrekkelig spesifikke for å trekke en slutning om den mulige påvirkningen av disse omstendighetene eller begivenhetene på kursen til de finansielle instrumentene eller de tilknyttede finansielle instrumentene."

(3) Med opplysninger som er egnet til å påvirke kursen til finansielle instrumenter eller tilknyttede finansielle instrumenter merkbart, menes opplysninger som en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning.”

Etter det første hovedvilkåret må opplysningene i det minste indikere at en omstendighet har inntruffet, eller med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe. Verken ordlyden, forarbeider eller praksis begrenser hva som saklig kan utgjøre en opplysning, gitt at de øvrige vilkårene er innfridd.

Videre må opplysningene i følge vphl. § 3-2 (2), være såpass spesifikke at det kan trekkes en konklusjon om opplysningenes mulige effekt på prisen til det aktuelle finansielle instrumentet. Kravet loven stiller til opplysningenes presisjon er i følge forarbeidene ment å avgrense mot rykter og spekulasjoner, jf. Ot. prp. pkt. 4.5.

Finanstilsynet, den gang Kredittilsynet, la i forbindelse med direktivgjennomføringen til grunn at opplysninger kan være presise selv om de ikke er fullstendige, entydige, endelige eller ubetingede, forutsatt at de er tilstrekkelig spesifikke, jf. høringsnotat av 1. mars 2004 side 15.

Det andre hovedvilkåret i definisjonen av innsideinformasjon, at opplysningene skal være egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene merkbart, er i loven nærmere angitt som en ”fornuftig investor test”, jf. § 3-2 (3). Etter forarbeidene er det avgjørende kriteriet i denne sammenheng hvorvidt ”den alminnelige fornuftige investor ville tillagt opplysningene vekt dersom den inngikk i vedkommendes beslutningsgrunnlag”, jf. Ot. prp. pkt. 4.5. Det er etter loven intet vilkår at kursen til de finansielle instrumentene faktisk påvirkes. Vurderingen skal således foretas ”ex ante”, dvs. i forkant av den aktuelle handling (som f. eks kan være et kjøp eller offentliggjøring av informasjon).

For å omfattes av definisjonen av innsideinformasjon må opplysningene være ikke offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet.

Det må vurderes konkret om opplysninger er å anse som innsideinformasjon. Vurderingen er relativ og vil kunne falle ulikt ut for forskjellige selskap og markeder.

Tilsyn og sanksjonering av reglene om noterte selskapers informasjonsplikt er delegert til Oslo Børs, jfr. vphl. § 17-4 (3) tredje punktum og vphl. § 15-2 (2), jfr. verdipapirforskriften § 13-1.

Selskapets syn

Det er hverken et krav eller praksis for at kvartalsregnskaper fra utstedere notert på Oslo Børs revideres. Markedet hadde således ingen forventning om at regnskapet per 30. september skulle revideres. At et forsikringsselskap, som er underlagt tilsyn av Finanstilsynet, har dialog med Finanstilsynet, fremskaffer etterspurt dokumentasjon eller utfører kontrollhandlinger er i seg selv ikke ekstraordinært. Dette trenger ikke være en indikasjon på at noe er feil og det burde heller ikke fremstå som overraskende for markedet at Finanstilsynet følger særskilt med på Vardia etter hendelsene så langt i 2015. Finanstilsynet har heller ikke uttrykt at kravet om revisjon skulle offentliggjøres tidligere.

Vardia anfører at en fullstendig revisjon av regnskapet for årets ni første måneder i omfang ikke avviker stort fra en full årsrevisjon. Særlig sett i lys av at selskapet nylig byttet revisor, samt endret regnskapsprinsipper og selskapsstruktur, er det ikke overaskende at en slik prosess nødvendigvis vil ta vesentlig med tid og ressurser. Dette gjelder spesielt der ny revisor stiller andre krav til dokumentasjon enn de kravene som har vært anvendelige i de siste årene.

Selskapet mener også at det faktum at revisjonen ikke ble fullført innenfor den korte fristen som ble oppstilt - sammenlignet med 4 måneders fristen for årsregnskap der man også har mulighet til å forberede prosessen på forhånd –ikke fremstod som dramatisk isolert sett.

Dette særlig som følge av at markedet ikke forventet en revisjonsberetning innen nevnte frist og at revisjonen så langt ikke hadde avdekket vesentlige feil ved eller avvik fra det tidligere offentliggjorte regnskapet for tredje kvartal.

Som nevnt over var selskapets vurdering at arbeidet med revisjonen av regnskapet var en pågående prosess, og ikke en avsluttet revisjon. Dersom revisor hadde konkludert med at det ikke var mulig å dokumentere disse punktene i det hele tatt, og derved avsluttet sin revisjon, er selskapet enig i at spørsmålet ville kunne stilt seg annerledes.

Dette var derimot ikke tilfellet, selskapet forventet å kunne fremskaffe den nødvendige informasjonen og analyser slik at revisjonen kunne ferdigstilles innen

21. desember 2015. På denne bakgrunn fremstod ikke forsinkelsen som meldepliktig informasjon for selskapet. Ved endelig ferdigstilling av ad-hoc revisjonen var det heller ingen vesentlige avvik, som selskapet hele tiden hadde hevdet i kommunikasjon underveis. Kvartalsrapporten for 3. kvartal ble offentliggjort basert på ureviderte tall og etter de samme prinsipper som tidligere kvartalsrapporter.

Børsens syn

Vardia er underlagt tilsyn fra Finanstilsynet og det må legges til grunn at informasjon som fremkommer i en dialog med tilsynsmyndigheten kan være innsideinformasjon. Når selskapet, som en del av slikt tilsynet, blir pålagt en revisjon av regnskapet synes det for Børsen klart at utfallet av en slik revisjon vil kunne være innsideinformasjon, særlig der selskapet tidligere har hatt utfordringer ved revisjon.

Selskapet fikk i første omgang drøye 2 uker (25. oktober til 10. november) på å fremskaffe revisjonsbekreftelsen, men fristen ble forlenget til 26. november. Det fremkommer ikke av revisors rapport av 26. november at er midlertidig eller at det kun er et spørsmål om mer tid for å få bekreftet regnskapet for 3. kvartal. Revisor påpeker imidlertid at de har revidert selskapet og dets datterselskaper og at revisjonen er gjennomført i samsvar med internasjonale revisjonsstandarder. Revisor oppsummer i sitt brev til styret:

Som en konsekvens av at vi ikke har vært i stand til å innhente tilstrekkelig og hensiktsmessig revisjonsbevis for så sentrale og vesentlige poster i delårsregnskapet som premieinntekter i Sverige og eksistens og verdi av kundefordringer, samt bokført beløp for leverandørgjeld knyttet til skadeoppgjør ser vi oss ikke i stand til å trekke en konklusjon om delårsregnskapet.

Selv om det var begrenset med tid for selskapet og revisor, er ikke dette et forhold som revisor eksplisitt tar opp eller som nevnes. Det vises derimot til en rekke mangler, lovbrudd (bokføringsloven) og svakheter.

Revisors har en rolle som tillitsmann i kapitalmarkedet og deres uttalelser veier tungt. Normalt vil revisors syn tillegges betydelig vekt.

Situasjonen som oppstår torsdag 26. november når revisorrapporten foreligger må kunne sies å øke usikkerheten rundt 3. kvartalstillene, samt om disse ga et korrekt bilde av selskapets økonomiske stilling.

Selskapet var nettopp ute av en akutt vanskelig finansiell situasjon i forbindelse med sin regnskapsgjennomgang og gjennomførte i den forbindelse en emisjon. Videre hadde selskapet regnskapsmessige utfordringer ved avleggelse av delårsregnskapet for 4. kvartal og årsregnskapet for 2014. Det ble også ved anledningen gjennomført en emisjon for sikre ett akutt kapitalbehov. Selskapet har med andre ord en nær fortid med flere negative hendelser rundt regnskap og rapportering og har tidligere vist usikkerhet i tilstrekkelige rutiner og kontroll.

Det forhold at revisor ikke er i stand til å bekrefte selskapets delårsregnskap medfører ny usikkerhet. I lys av selskapets nære historikk må dette antas å være opplysninger som en fornuftig investor vil legge vekt på og som dekkes av selskapets informasjonsplikt til markedet.

Selskapet burde etter Børsens syn ha vurdert situasjonen annerledes og hatt en proaktiv holdning til sin informasjonsplikt og markedet. Børsen mener etter dette at selskapets informasjonsplikt ble brutt ved at selskapet ikke uoppfordret og umiddelbart informerte markedet om det nevnte forhold.

Det bemerkes også at melding fra selskapet først kom på grunn av, og etter at, Børsen suspenderte selskapets aksjer fra handel.

Finanstilsynets klare signaler til selskapet burde også ha aktualisert informasjonsplikten for selskapet. Det at selskapet ikke fulgt tilsynets oppfordring ansees som skjerpene.

Børsen ser imidlertid at tidsmomentet i saken har vært utfordrende og at prosessen således var vanskelig å håndtere. Vi ser også at selskapet fremhever at de var i en pågående prosess og at det var unaturlig med en statusoppdatering før de anså seg ferdig.

Ved vurdering av sanksjon er det også lagt noe vekt på at revisor til slutt bekreftet regnskapene.

Børsen har vært i tvil, etter en totalvurdering avsluttes forholdet derfor med kritikk av selskapets håndtering av sin informasjonsplikt.

4.3.2.7 Sevan Drilling - Deferred publication of information on revenue shortfalls (brev av 07.11.16)

The matter relates to the suspension and subsequent cancelation of the contract for one of its drilling rigs, Sevan Driller, during the period 12/01/15 to 02/25/16. Both Sevan Drilling Limited ("Sevan Drilling", "the Company" or "SEVDR") and Oslo Børs believe there was notifiable inside information in the said period. The assessment address whether or not the Company rightfully could evoke delayed publication of information about revenue shortfalls from Sevan Driller after the suspension letter from Petrobras of 1. December 2015, and for what period of time.

About the Company

The Company owns three drilling rigs; Sevan Driller, Sevan Brasil and Sevan Louisiana, and one additional unit on order, Sevan Developer.

Sevan Driller and Sevan Brasil each had or have six-year employment contracts with Petrobras in Brazil, ending in June 2016 and May 2018, respectively. Sevan Louisiana has a four year employment contract with LLOG in the US Gulf of Mexico.

Pursuant to information included in the listing prospectus dated 29 June 2015:

- Sevan Driller earns a base day rate of USD 410,000 subject to annual escalation. The contract can be extended for a period up to 6 years.
- Sevan Brasil earns a base day rate of USD 388,000 subject to annual escalation. The contract can be extended for a period up to 6 years.
- Sevan Louisiana earns a base day rate of USD 350,000
-

Sevan Drilling has been listed on the Oslo Stock Exchange since 05/03/11 and is headed by CEO Scott McReaken. The Company's market capitalization on the Oslo Stock pr. 09/08/16 was ca. NOK 59.4 million.

The incident

Oslo Stock Exchange was contacted by Seadrill Management in London, 12/02/15.

One wanted to inform the Exchange that Sevan Drilling Limited had received a letter from Petrobras which concluded that the contract for Sevan Driller had been suspended. The Company invoked delayed publication on the grounds that it was in commercial negotiations with Petrobras and the publication of the incident could harm the process. The Company also stated that it had a deadline of 14 days to raise objections and that one had hope of clarification by that time.

Oslo Stock Exchange was subsequently contacted by the Company 02/22/16 and it was stated that one would disclose information about the incident in connection with the Q4 report 2/25/16. The announcement would not be complete as it still remained negotiations with Petrobras, but would partially offset pending inside information to the market.

The final outcome of the negotiations with Petrobras was published in a stock Exchange announcement, 03/30/16.

The Q4 report states that, "advanced commercial negotiations ongoing with Petrobras regarding Sevan Driller and Sevan Brasil. Sevan Driller contract was suspended effective December 1, 2015 while negotiations continue".

Further in the Q4 report: "Recently in response to the deteriorating market conditions, Petrobras has been pursuing cost reduction campaigns. Petrobras began discussions with the Company in mid-2015 regarding the contracts for Sevan Driller and Sevan Brasil and these commercial negotiations continue today. As a result of the negotiations, the Sevan Driller contract was suspended on December 1, 2015, and manning levels and operating costs were reduced. The Company expects to conclude these negotiations soon and will provide a further announcement upon conclusion."

It is further stated in the report: "Operating revenue was USD 85.9 million compared to USD 102.5 million in Q4 2014. The revenue decrease is explained by the Sevan Driller contract suspension December 1, 2015 and Sevan Louisiana day rate reductions in November 2014. The Sevan Louisiana achieved a Q4 2015 technical utilization of 97.6% (91.7% in Q4 2014), Sevan Driller technical utilization was 100.0% (94.5% in Q4 2014), and Sevan Brasil technical utilization was 98.4% (95.2% in Q4 2014).»

To form an impression of the suspension's financial consequences, reference is made to Company's Q1 report for 2016:

«Operating revenue was USD 52.8 million compared to USD 83.1 million in Q1 2015. The revenue decrease is explained by the Sevan Driller contract termination December 1, 2015, the reduced rate on the Sevan Brasil offset by rate efficiencies on the Sevan Brasil and Sevan Louisiana during the

quarter. The Sevan Louisiana achieved a Q1 2016 technical utilization of 96.9% (**80.8%** in Q1 2015), and Sevan Brasil technical utilization was 90.8% (71.8% in Q1 2015).

When the Q4 figures, which contained a month's loss of revenue for Sevan Driller, were published, 02/25/16, the share price in Sevan Drilling fell by 11.9% compared to the day in advance.

When the Q1 figures, which contained 3-month loss of revenue for Sevan Driller was published 05/26/16, the share price fell by 14.1% compared to the previous day.

The Company announced the final termination of the contract on Sevan Driller with Petrobras in a Stock Exchange announcement 03/30/16. The share price fell 13.4%.

Timeline

- **June 2015:** Discussions between the Company and Petrobras began. (...)
- **Oct 2015:** fairly close to mutually agreed terms. Petrobras removed equipment from the Sevan Driller as a result of the progress reached in these commercial negotiations and in anticipation that an agreement would be concluded about redelivery of the rig
- **16 Oct 2015:** Sevan Marine ASA issued a press release that an independent investigation suggested that it was more likely than not that there had been illegal conduct at the time of the award of the drilling contracts for the Sevan Driller and the Sevan Brasil. SEVDR issued a similar release on the same date
- **24 Nov 2015 (Q3-rapport):** "Customer discussions have begun with Petrobras regarding the Sevan Driller and the option available at the end of the firm contract ending in 2016." Included additional statements regarding the media accusations against agents associated with the Sevan Driller/ Sevan Brasil contracts.
 - Petrobras stopped the negotiations seeking mutually beneficial solutions. (...)
- **27 Nov 2015:** Sevan Drilling board meeting. (...)
- **1 Dec 2015:** Suspension notice from Petrobras. 15 days to provide defense
- **Dec – Feb:** negotiations continued (...)
- **25 Jan 2016** Petro bras does not forward payment
- **22 Feb 2016:** OSE was updated on the status of the Petro bras negotiations and the expected disclosure in the Q4 report
- **25 Feb 2016:** Board meeting: the board decided that an early termination of the Sevan Driller and the reduction of the day rate of the Sevan Brasil could be acceptable (...)
- **25 Feb 2016 (Q4- rapport):** Since payment of the hire from the Sevan Driller had ceased from suspension date, it was felt that information had to be given about the uncertainty of the income on that rig to avoid that the market were misled by the figures presented in the financial accounts;

- Operating revenue of USO 85.9 million compared to USO 102.5 million in Q4 2014

- "The revenue decrease is explained by the Sevan Driller contract suspension Dec. 1, 2015 and Sevan Louisiana day rate reductions in November 2014"
- "The Company is in commercial negotiations with Petrobras regarding the contracts for Sevan Driller and Sevan Brasil. The Sevan Driller contract was suspended effective December 1, 2015 while the negotiations continue. The Company has reduced manning and operating costs as a result of the suspension."
- **30 March 2016:** notice of amended drilling contracts. The termination of the Sevan Driller contract was executed on 30 March, being effective from 1 December 2015.
 - Reduced day rates (USO 250,000) for Sevan Brasil

Listed companies' duty to provide information to the market

The Securities Trading Act ("STA") Section 5-2 (1), cf. Continuing Obligations Section 3.1.1, stipulates that listed companies must without delay and on their own initiative publicly disclose inside information which concerns the issuer directly, cf. STA Section 3-2 (1) to (3). Inside information is defined at STA 3-2 (1): "'Inside information' means any information of a precise nature relating to financial instruments, the issuers thereof or other circumstances which has not been made public and is not commonly known in the market and which is likely to have a significant effect on the price of those financial instruments or of related financial instruments."

The definition imposes three main conditions for information to be deemed to be inside information. Firstly, the information must be information of a precise nature relating to the financial instruments in question.

Secondly, the information must be likely to have a significant effect on the price of the financial instruments. Finally, the definition relates to information which has not been made public and is not commonly known in the market.

The first and second main conditions for information to be deemed to be inside information (i.e. the requirements for information to be of a precise nature and likely to have a significant effect on the share price) are explained in greater detail in STA Section 3-2 (2) and (3): "(2) 'Information of a precise nature' means information which indicates circumstances that exist or may reasonably be expected to come into existence or an event that has occurred or may reasonably be expected to occur and which is specific enough to enable a conclusion to be drawn as to the possible effect of those circumstances or that event on the price of the financial instruments or related financial instruments. (3) 'Information likely to have a significant effect on the price of financial instruments or of related financial instruments' means information of the kind which a reasonable investor would be likely to use as part of the basis of his investment decisions."

According to the first main condition, the information must at a minimum indicate that circumstances exist or may reasonably be expected to come into existence or an event has occurred or may reasonably be expected to occur. Neither the wording of the legislation, the preparatory work on the legislation nor established practice impose any restrictions on what can actually constitute 'information', subject to the other conditions being satisfied.

Moreover, pursuant to STA Section 3-2 (2), the information must be sufficiently precise for it to be possible to draw a conclusion on the possible effect of the information on the price of the financial instruments in question. According to the preparatory work on the legislation, the requirement stipulated by the wording for information to be of a precise nature is intended to exclude rumors and speculation, cf. Ot. prp. Section 4.5. In connection with the implementation of the EU Market Abuse Directive, Finanstilsynet (at that time Kredittilsynet) took the view that information can be of a

precise nature even if it is not complete, unambiguous, final or unconditional, so long as it is sufficiently specific, cf. Consultation document dated 1 March 2004, page 15.

The second main condition for the definition of inside information, namely that the information must be likely to have a significant effect on the price of the financial instruments, is further clarified in the STA by the 'reasonable investor test', cf. Section 3-2 (3). The preparatory work for the STA set out the criteria in this connection as "information of the type that a reasonable investor would be likely to use as part of the basis of his investment decisions", cf. Ot. prp. Section 4.5. The wording of the legislation does not include any condition that the information must actually affect the price of the financial instruments in question. Accordingly this test applies in advance of the event or circumstance in question (which may for example be a purchase or the public disclosure of information).

In order for information to be subject to the definition of inside information, the information must not have been made public or be commonly known in the market. Evaluating whether particular information must be deemed to be inside information requires a case-by-case approach. The evaluation is relative, and may reach different conclusions for different companies and markets. Responsibility for supervision and imposing sanctions in respect of the rules for the public disclosure of inside information is delegated to Oslo Børs, cf. STA Section 17-4 (3) third sentence and STA Section 15-2 (2), cf. Securities Trading Regulations, Section 13-1.

Delayed public disclosure

Public disclosure of inside information can be deferred subject to certain conditions, cf. STA Section 5-3 (1) and (2) items 1 and 2: "(1) An issuer may delay the public disclosure of information as mentioned in section 5-2 subsection (1) such as not to prejudice his legitimate interests, provided that such omission does not mislead the public and provided that the issuer ensures the confidentiality of that information, cf. section 3-4. (2) Legitimate interests as mentioned in subsection (1) may typically relate to:

1. Negotiations in course, or related elements, where the outcome or normal pattern of those negotiations would be likely to be affected by public disclosure. In particular, in the event that the financial viability of the issuer is in grave and imminent danger, although not within the scope of the applicable insolvency law, public disclosure of information may be delayed for a limited period where such a public disclosure would seriously jeopardize the interest of existing and potential shareholders by undermining the conclusion of specific negotiations designed to ensure the long-term financial recovery of the issuer.

2. Decisions taken or contracts made which need the approval of another body of the issuer in order to become effective due to the organization of the issuer, provided that public disclosure of the pending decision or contract together with the simultaneous announcement that final approval is still pending would jeopardize the correct assessment of the information by the public.

Where the public disclosure of inside information is delayed, the information must be kept confidential, cf. STA Section 5-3 (1) and Section 3-4. Oslo Børs imposes rules in Continuing Obligations at Sections 3.1.1 to 3.1.3 which are equivalent to STA Sections 5-2, 5-3 and 3-4 and the Securities Trading Regulations§ 5-1.

The Oslo Stock Exchange assessment

The assessment address whether or not the Company rightfully could evoke deferred publication of information on revenue shortfalls from Sevan Driller after the suspension letter from Petrobras of 1. December 2015, and for what period of time. That the information constituted inside information is not disputed.

Oslo Børs recognizes the difficulty Sevan experienced in assessing the outcome of the negotiations, and that it was difficult to reach a conclusion as to the information's perceived impact on the market, being relative to the outcome. We have also taken into account that the contract in question, Sevan Driller, had a short lifespan and was set to expire in June 2016.

Oslo Børs assumes that the Company after first having received notice of suspension of Sevan Driller with resultant loss of income, needed time to consider their options, for example one had received a 14-day deadline to respond to the notification. The Company evoked deferred publication and informed the Stock Exchange, on 2 December 2015.

When the Company on 25 January 2016 realizes that the previously agreed revolving payment from Petrobras did not emerge as indicated by Petrobras, one has in the Exchange's opinion exact information about the revenue shortfalls, no longer subject to speculation, but a fact.

The Company has argued that in fear of losing a second contract with Petrobras it had a legitimate interest in postponing publication. As mentioned, all three conditions must be present to be able to rely on the exemption from disclosure requirement.

Where the interest of delay of inside information to the market seems related to a potential indirect harm to the Company by further loss of other contracts, in particular relating to Sevan Brasil operations, it is difficult for the Exchange to assess the legitimacy of keeping the actual loss of income from Sevan Driller hidden.

The Company claims that what lead to a suspension letter was related to investigations in Petrobras where employees of Sevan Marine and Petrobras was involved in corruption in connection with contracts. (...)

(...)The Exchange notes that the publication of the suspension of Sevan Driller in Q4 did not seem to damage the contractual relationship regarding Sevan Brasil contract noteworthy, thus questioning the Company's legitimate interests in delaying the information regarding the suspension of the contract.

The fact that the Company communicates the significant loss in earnings in the Q4 report is in the Exchange's view a result of their accounting reporting obligations, rather than a desire to satisfy the information requirement by STA Section 5-2 (1). The Company's argument that publication could harm other of the Company's contracts with Petrobras, must be viewed in this context.

With some skepticism, the Exchange accepts that there was a legitimate interest in postponing the publication during the ongoing negotiations with Petrobras, whereas the benefit of the doubt has been awarded the Company.

In the Exchanges opinion the criteria of legitimate interest have been met in the matter. In addition the deferred information must not constitute a misleading of the public and must be kept confidential in order to rightfully postpone inside information to the market.

The market was first informed in Q4 report on 25 February 2016. When the revenue information was public, the market reacted significantly negative. It is noted that the period of inside information is

very long, about 3 months. One can assume, considering the many people involved in the proceedings on the Norwegian and Brazilian side, that the potential for market abuse was substantial. There is however no indication of the information being misused or having leaked to the market prior to disclosure. The Exchange is satisfied that the information was kept confidential, complying with the second criteria of confidentiality.

However, the deferred publication of information concerning the loss of revenue for Sevan Drilling remained unknown to the market until the presentation of Q4 figures 02/25/16, did in the Exchanges opinion constitute a wrongful misleading of the market. The public expectations concerning revenue from the Sevan operations were created by the Company itself. The market had no reason to expect the revenue from Sevan Driller to be terminated as it did, the Company having disclosed its contents through earlier financial information and reporting. One would expect it to run as normal until June 2016 when it was due to expire. The sudden loss of income was substantial, albeit for a limited amount of time until June 2016.

Even though the Exchange considers the Sevan's deferred publication on the 2nd of December 2015 as initially legitimate, the Company was not at liberty to keep the information deferred until the Q4 report thus crossing the limits of deferred publication.

It is noted that any delay of publication of inside information will always be somewhat misleading to the market and public. However, in our opinion, the Company had a duty to inform the market about the reduction of income, at an earlier time, because of the expectations created by earlier communication on revenue to the market and public from the Company.

Not disclosing the information when the actual payment forfeited and became apparent to the Company no later than ultimo January 2016, did in our view, wrongfully mislead the public rendering the deferred publication void and triggering a duty to disclose the information.

(...)

In our opinion it would have been prudent to disclose the loss of revenue ultimo January 2016 at the latest, weeks earlier than the Company has chosen to, thus stretching the limits of deferred publication beyond its limits.

We take this opportunity to emphasize the importance of informing the market as soon as possible whenever invoking deferred publication of inside information and under doubt, restrain the assessment to criticizing the Company for not complying with this.

This letter will be made public through the publication Oslo Børs "Decisions and statements made by Oslo Børs".

4.3.2.8 Serodus ASA – kritikk for manglende underhånden varsling av regulert marked (14.12.16)

1. Bakgrunn for saken

Det vises til korrespondanse mellom Oslo Børs og Serodus ASA («Selskapet») i perioden 30. september til 14. november 2016. Saken gjelder Selskapets innhenting av bindende forhåndserklæringer fra enkelte aksjonærer om ikke å akseptere forestående frivillig tilbud på samtlige aksjer i Selskapet. Det frivillige tilbudet var planlagt fremsatt av hovedaksjonær i Selskapet og det var ønskelig å videreføre deler av eierstrukturen ved en avnotering fra Oslo Axess.

Fremsettelse av tilbudet var betinget at en tilstrekkelig andel av kapitalen i Selskapet forhåndserklærte at tilbudet ikke ville bli akseptert. Den 31. oktober 2016 ble tilbudet fremsatt med tilbudsperiode frem til og med 16. november 2016. Selskapet offentliggjorde den 18. november at 8,1 % av kapitalen i selskapet hadde akseptert tilbudet.

Innhenting av forhåndserklæringer ble gjort ved distribusjon av brev, signert av Selskapets administrerende direktør, og svarblankett den 30. september til ti aksjonærer, hvorav tre primærinnsidere, samt tilbyder selv. Det frivillige tilbudet var beskrevet med høyeste pris, akseptperiode, betingelser og oppgjørsgjeld. Det fremgikk av svarblanketten at kjennskap til det frivillige tilbudet utgjorde innsideinformasjon, jf. verdipapirhandelloven § 3-2. Videre ble akseptanten bedt om å bekrefte kjennskap til de plikter og ansvar tilgang til innsideinformasjon medfører, samt at det er straffbart å misbruke og distribuere innsideinformasjon.

Selskapet har hatt dialog knyttet til frivillig tilbud og avnoteringsprosess med Oslo Børs i forkant av utsendelse av brev og blankett, men Oslo Børs kan likevel ikke se å ha blitt varslet om utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon innen brev og akseptblankett ble distribuert. Selskapet ble kontaktet av Oslo Børs i overvåkningsøyemed den 30. September 2016 og gjorde da Børsen oppmerksom på at brev og blankett var distribuert til utvalgte aksjonærer tidligere samme dag.

2. Det rettslige grunnlaget

Etter Løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper («løpende forpliktelser») punkt 3.1.1, jf. verdipapirhandelloven 5-2 (1), skal utsteder uoppfordret og umiddelbart offentliggjøre innsideinformasjon som direkte angår utsteder. Offentliggjøring av innsideinformasjon kan likevel utsettes, gitt at enkelte vilkår er oppfylt, jf. løpende forpliktelser punkt 3.1.2, jf. verdipapirhandelloven § 5-3. Når offentliggjøring av innsideinformasjon utsettes skal Oslo Børs uoppfordret og umiddelbart gis melding om forholdet, herunder om bakgrunnen for utsettelsen, jf. løpende forpliktelser 3.1.2 (3), jf. verdipapirforskriften § 5-1.

3. Selskapets redegjørelse

Selskapet har redegjort for følgende hendelsesforløp frem til utsendelse av brev og blankett:

Dato*	Hendelse
10. august	Det første møtet med hovedaksjonær vedrørende en evt. avnotering. Ingen konklusjon.
18. august	Styrebehandlet Q2 rapport offentliggjøres. Noteringen på Oslo Axess under evaluering.
24. august	Innledende sonderinger med øvrige aksjonærer.
25. august	Møte med Oslo Børs
31. august	Offentliggjøring av prospekt for rettet emisjon annonsert 29. juni 2016.
Siste halvdel av september: Hovedaksjonær villig til å fremme et frivillig tilbud, forutsatt at 70-80 % av kapitalen ikke aksepterer tilbudet og støtter selskapet i den videre strategi. Pris ikke avgjort.	
29. september	Styret aksepterer å gå videre med prosessen. Høyeste tilbudspris på kr. 1,30 per aksje fastsatt.
30. september	Distribusjon av brev og forhåndserklæring til utvalgte aksjonærer.

* Alle datoer i 2016

Selskapet vektlegger at det allerede 18. august gjøres offentlig kjent i Selskapets Q2 rapport at det pågår en evaluering av om selskapets notering på Oslo Axess er formålstjenlig. I det påfølgende møtet med noteringsavdelingen ved Oslo Børs avdekkes de vurderinger og krav Selskapet ville møte i en avnoteringsprosess. Børsen kommuniserte at håndtering av minoritetsaksjonærer ville vektlegges betydelig. Selskapet poengter også at man ved utløpet av august offentliggjorde et prospekt hvor Selskapets intensjon vedrørende noteringen på Oslo Axess på nytt løftes frem for markedet.

Selskapet opplyser at det i løpet av siste halvdel av september ble etablert en forståelse med hovedaksjonær om et betinget frivillig tilbud, på samtlige aksjer i Selskapet, som ett ledd i avnoteringsprosessen. Tilbudet ville være betinget at 70-80 % av kapitalen forhåndserklærte at tilbudet ikke ville bli akseptert for å bli med videre i Selskapet utenfor børs. Høyeste tilbudspris pr. aksje ble først avklart 29. september, dagen før distribusjon til utvalgte aksjonærer. Ut fra at Selskapet allerede hadde offentlig kommunisert sin intensjon om en avnotering fra Oslo Axess, mente Selskapet at det primært var høyeste tilbudspris som utgjorde innsideinformasjon i dokumentasjonen som ble sendt enkelte aksjonærer den 30. september. Selskapet krevde at mottagerne aksepterte å være i innsideposisjon frem til tilbudspris ble offentliggjort⁴⁵.

Selskapet anfører i e-post av 14. november at det ikke forelå innsideinformasjon da Børsens markedsovervåking tok kontakt 30. september, fordi Selskapet hadde vært tydelige på prosessen overfor markedet fra et tidlig tidspunkt. Selskapet presiserer også at denne vurderingen er en av grunnene til at Børsen ikke ble varslet underhånden. I tillegg oppfattet ikke Selskapet at det var krav om at Børsens markedsovervåking skulle informeres særskilt, tatt i betraktning dialogen med noteringsavdelingen ved Oslo Børs tidligere i prosessen. Selskapet avslutter e-posten med at de ville ha varslet Oslo Børs sin markedsovervåking dersom man var i tvil om innsideinformasjon forelå.

4. Børsens vurderinger og konklusjon

Selskapet fastslår i svarblanketten at kjennskap til det betingede frivillige tilbudet representerer innsideinformasjon etter verdipapirhandellovens § 3-2. Selskapet har også innhentet samtykke fra enkeltaksjonærer til å bli satt i innsideposisjon, samt ført innsideliste over mottagerne av brev og blankett og således har Selskapet også i praksis opptrådd som om det betingede tilbudet utgjorde innsideinformasjon for Selskapet. Oslo Børs deler denne vurderingen.

Selv om Selskapet allerede kommuniserte en intensjon om avnotering fra Oslo Axess i forutgående kvartalsrapport og prospekt, mener Oslo Børs at innholdet i svarblankett og brev med konkret informasjon om budprosessen representerer innsideinformasjon. I brevet gis det presis informasjon om en betinget forestående budprosess hvor bl.a. en anslått tidslinje og høyeste tilbudspris spesifiseres. Oslo Børs vurderer dette som informasjon som er egnet til å påvirke kursen i Selskapets aksje og som ikke tidligere er gjort offentlig tilgjengelig. Høyeste tilbudspris ble fastsatt 29. september, og Oslo Børs anser dette som seneste tidspunkt for at det forelå innsideinformasjon i saken. Dette er også i tråd med Selskapets vurdering av 28. oktober hvor det fastslås at innsideinformasjonen hovedsakelig knyttet seg til tilbudsprisen. Oslo Børs er uenige i Selskapets anførsel av 4. november hvor det hevdes at det ikke forelå innsideinformasjon ved utsendelse av brev og blankett, den 30. september 2016.

Oslo Børs ser alvorlig på Selskapets manglende varsling underhånden om beslutning om utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon. Slik varsling er ment å sikre at Børsen skal kunne ivareta sine lovpålagte overvåkningsoppgaver, jf. Børsloven § 27. Når Selskapet ikke varslar Oslo Børs om innsideinformasjon har Børsen et utilstrekkelig grunnlag for sin overvåkning av markedet, og dette medfører økt risiko for at innsidehandel ikke avdekkes.

⁴⁵ Offentliggjort i børsmelding 11.oktober 2016.

Markedsovervåkingen ved Oslo Børs mottar daglig underhåndenvarsling av innsideforhold og dette er en veletablert markedspraksis. Oslo Børs opplever at utstederne i det norske markedet og deres rådgivere i all hovedsak tar den lovpålagte plikten til å varsle regulert marked alvorlig og denne informasjonen er kritisk for kvaliteten på overvåkingen av markedet. Av hensyn til de som etterlever varslingsplikten i verdipapirforskriften § 5-1, jf. løpende forpliktelser pkt. 3.1.2 (3) finner Børsen det nødvendig å kritisere Selskapet for den manglende underhåndenvarslingen.

Etter en samlet vurdering har Oslo Børs valgt å avslutte saken uten at det ilegges sanksjon i form av overtredelsesgebyr for overtredelsen. I denne vurderingen er det lagt vekt på at Selskapet og deres rådgivere har hatt en forutgående dialog med Børsen, både knyttet til avnoteringsprosess og avklaringer vedrørende tilbudsplikt. Dog var kontakten på et tidligere tidspunkt enn da tilbudsprisen ble bestemt, samt at det klart fremkommer av veiledningen til løpende forpliktelser pkt. 3.1.2 at slik melding skal gis til Børsens avdeling for Markedsovervåking og -administrasjon. Det vektlegges også at intensjonen om en avnotering var kommunisert i forutgående kvartalsrapport og prospekt og at en implisitt måtte anta at et tilbud var på trappene. Det understrekes likevel at tilbudsprisen ikke var gjort kjent. Oslo Børs finner Selskapets håndtering av innsideinformasjon og manglende underhåndenvarsling kritikkverdig.

Oslo Børs vil ikke forfølge saken videre utover dette brev, men brevet kan inngå som en del av Børsens «Vedtak og uttalelser» som veiledning for andre markedsaktører.

4.4 Periodisk informasjonsplikt - regnskapsrapportering

4.4.1 Green Dragon Gas Ltd. - Obligation to publish annual and half yearly financial reports (brev av 03.02.16)

Reference is made to the correspondence between Oslo Børs and Green Dragon Gas Ltd. ("GDG" or "the Company") on 28 – 29 January 2016.

As stated in the ABM rules section 3.4.6 the half yearly reports or tertial reports prepared in accordance with section 3.4.4 shall be made public as soon as possible after the end of the relevant period, but at the latest two months thereafter. In accordance with section 3.4.7 the annual financial report shall be made public at the latest four months after the end of each financial year. The procedure for publishing information is stated in section 3.5. In accordance with section 3.5.1 (2), fifth sentence shall the issuer send copies of all information that the company is required to publish pursuant to the ABM Rules to Nordic ABM at the same time as the information is made public, i.e. a copy of the information must be filed in www.newsweb.no through the Oslo Børs NewsPoint system.

The annual report for 2014 and the half-yearly report for the first six months in 2015 were not published on Newsweb by the end of April 2015 and the end of August 2015 in accordance with the two deadlines mentioned above. The Company is listed on the London Stock Exchange ("LSE") and the financial reports were publicly disclosed and filed at LSE on 21 April 2015 and 17 August 2015 respectively and hence within the deadlines of the ABM rules for public disclosure. However, the Company failed to send copies of the reports to Nordic ABM in accordance the ABM Rules section 3.5.1 (2), fifth sentence.

Further the ABM Rules section 3.2.1.1 (6) states that: *"Information that shall be notified or publicly disclosed as a result of admission to trading on other regulated markets shall be submitted to Nordic ABM in writing for public disclosure in accordance with section 3.5, at the latest when notification is*

sent to another regulated market or the information is publicly disclosed in some other way." Hence, as from the listing of the bond loan "GDG01 PRO" on Nordic ABM 8 Dec. 2014 information disclosed at LSE should have been filed in www.newsweb.no as well.

GDG explains the missing filing on Newsweb by the lack of knowledge regarding the duty to file copies at Nordic ABM. Further, GDG argued that the Company had not been "informed or provided with any guidance notes, instructions, log-in ID or passwords to do the job", but expressed at the same time willingness to rectify the issue.

Oslo Børs will draw attention to the fact that the Company has been provided with access to the information system (i.e. NewsPoint) as from the morning on 6 December 2014. The log-in details had been sent to the person appointed by the Company accompanied with a reference to where guidelines could be obtained. Hence, we assume the lack of knowledge of the use of NewsPoint concerns the Company's own circumstances rather than insufficient instructions from Oslo Børs.

Oslo Børs deems financial information as important for investors' possibility to evaluate the financial solidity of the company and price the issuers' bonds. The duty to file regulatory information in www.newsweb.no, in addition to the disclosure through the LSE listing, is essential in order to make the information easily accessible to market participants operating in the Norwegian market as well for the Exchange to monitor compliance with the ABM Rules.

Oslo Børs views the breach of these obligations as a serious matter. However, we acknowledge that the Company made the requested information publicly available through the distribution channels of the LSE and per today has filed all the above-mentioned information in Newsweb, and hence are in compliance. We still ask the Company to assess its internal routines for publication/filing of regulatory information so this does not recur in the future.

Oslo Børs will not pursue the matter beyond this letter.

The letter will not be made public, but can be part of the publication "Decisions and Statements" for educational purposes.

4.4.2 Nord-Salten Kraft AS - Manglende offentliggjøring av halvårsrapporter (brev av 04.02.16)

Det vises til korrespondanse mellom Nord-Salten Kraft AS (heretter Nord-Salten Kraft eller "selskapet") og Oslo Børs i perioden 22. januar – 1. februar 2016 vedrørende offentliggjøring av delårsrapport for første halvår 2014 og 2015.

Som det fremgår av ABM-reglene pkt. 3.4.4 skal utstedere med lån notert på Nordic ABM utarbeide halvårsrapport for regnskapsårets seks første måneder. Slike rapporter skal i henhold til ABM-reglene pkt. 3.4.6 offentliggjøres så raskt som mulig og senest to måneder etter regnskapsperiodens utgang.

Halvårsrapport for første halvår 2014 og 2015 ble først offentliggjort av Nord-Salten Kraft 27. januar 2016 etter at selskapet ble gjort oppmerksom på de ovennevnte bestemmelser av Oslo Børs. Offentliggjøring av de to rapportene fant således sted henholdsvis 17 og 5 måneder etter fristens utløp. Det bemerkes herunder at selskapet ble kritisert for sen offentliggjøring av årsrapport for 2013 i brev av 27.06.2014, og at selskapets rutiner ble innskjerpet slik at årsrapporten for 2014 ble offentliggjort rettidig. Strengt tatt skulle selskapet også rapportert halvårsrapport for første halvår 2013, men dette ble ikke adressert ved Børsens gjennomgang i 2014.

I redegjørelse til Oslo Børs anfører Nord-Salten Kraft at ved notering av selskapets obligasjonslån i juni 2013 hadde selskapet ingen erfaring eller kompetanse knyttet til å være utsteder av notert obligasjonslån. Herunder var man, og det indikeres at selskapet fremdeles er, avhengig av ekstern rådgivning. I samme redegjørelse påpeker selskapet at hverken Oslo Børs eller finansielle rådgiver ved notering av obligasjonslånet gjorde selskapet oppmerksom på forpliktelsen om å offentliggjøre halvårsrapporter. Videre redegjør selskapet for flere foreliggende omstendigheter som tilsa at Oslo Børs burde ha reagert på den manglende halvårsrapporteringen på et tidligere tidspunkt, herunder den manglende rapporteringen av halvårsrapport for 2013 som beskrevet over. Selskapet mener på denne bakgrunn at den sene rapporteringen av halvårsrapportene i 2014 og 2015 kunne vært forhindret eller tidsmessig begrenset.

Oslo Børs finner det beklagelig at selskapet har opplevd Børsens veiledning og oppfølging som mangelfull. Likevel kan ikke dette frita selskapet fra de forpliktelser man er underlagt som følge av å ha notert obligasjonslån på Nordic ABM. Herunder vises det bl.a. til e-post sendt selskapet uken etter notering som bl.a. inneholdt referanse til ABM-reglene, relevante sirkulærer og tilbud om introduksjonskurs for nye utstedere med noterte obligasjonslån. Selskapet fikk i samme e-post tildelt sin dedikerte kontaktperson ved Børsen for henvendelser og avklaringer.

Børsen anser regnskapsinformasjon for å være av vesentlig betydning for investors mulighet til å fastsette markedsriktig kurs på låntagers obligasjoner da økonomiske forhold gir investorene opplysninger om låntagers soliditet. Det er dermed viktig at frister for innsendelse og offentliggjøring av regnskapsinformasjon overholdes.

Oslo Børs er sterkt kritisk til at Nord-Salten Kraft ikke offentliggjorde de nevnte halvårsrapportene innenfor fristen som er angitt i ABM-reglene pkt. 3.4.6. Børsen har likevel valgt å ikke ilegge selskapet en formell sanksjon, da dette er første gang Børsen påpeker brudd på plikten om å offentliggjøre halvårsrapport. I denne sammenheng er det også lagt vekt på at overtredelsen skyldtes misforståelser og manglende kunnskap om regelverket fremfor manglende vilje eller evne til å utarbeide og offentliggjøre halvårsrapporter. Sistnevnte ble dokumentert gjennom at halvårsrapportene for 2014 og 2015 ble ferdigstilt og offentliggjort raskt etter at Børsen tok kontakt med selskapet.

Det bemerkes videre at selskapets halvårsrapporter synes å oppfylle de innholdskrav som fremkommer av ABM-reglenes pkt. 3.4.4 annet ledd, med unntak av at forklarende noter til delårsregnskapet er utelatt (jf. bestemmelsens annet ledd punkt 4). Selskapet bes om å innarbeide dette ved avleggelse av fremtidige halvårsrapporter.

Oslo Børs legger til grunn at selskapet gjennomgår sine rutiner for informasjonshåndtering og -rapportering, samt foretar en kvalifisert vurdering av hvorvidt det er behov for kompetanseheving internt i selskapet. Foruten å vise til selskapets forpliktelser vedrørende periodisk finansiell rapportering (ABM-reglene pkt. 3.4.1 – 3.4.9) vises det også til selskapets løpende informasjonsplikt. Herunder særlig ABM-reglene pkt. 3.2.1. (vedrørende håndtering og offentliggjøring av innsideinformasjon) og pkt. 3.2.2 (andre vesentlige forhold som straks skal offentliggjøres).

Oslo Børs vil ikke offentliggjøre dette brev, men det kan inngå som en del av Børsens publikasjon "Vedtak og uttalelser" som veiledning for andre markedsaktører.

Oslo Børs avslutter saken med dette brev.

4.4.3 SpareBank 1 Gudbrandsdal - Mangelfull offentliggjøring av års- og halvårsrapport (brev av 05.02.16)

Det vises til korrespondanse mellom SpareBank 1 Gudbrandsdal og Oslo Børs i perioden 28. – 29. januar 2016 vedrørende offentliggjøring av årsrapport for 2014 og halvårsrapport for første halvår 2015.

Som det fremgår av ABM-reglene pkt. 3.4.7 skal årsrapporten offentliggjøres straks den er vedtatt av styret og senest innen fire måneder etter regnskapsårets utgang. Videre fremgår det av ABM-reglene pkt. 3.4.6 at halvårsrapport skal offentliggjøres så raskt som mulig og senest to måneder etter regnskapsperiodens utgang. Krav til fremgangsmåte for offentliggjøring fremkommer av ABM-reglene pkt. 3.5.1.

SpareBank 1 Gudbrandsdal gjorde årsrapporten for 2014 tilgjengelig på sin hjemmeside 30. mars 2015, og halvårsrapporten for 2015 ble lagt ut 21. august 2015. Dette er således innenfor de ovennevnte frister, men tilfredsstiller ikke de krav som er oppstilt til fremgangsmåte for offentliggjøring i ABM-reglene pkt. 3.5.1 (1) og (2). Herunder påpekes det at offentliggjøring utelukkende på selskapets hjemmeside ikke ansees å gi tilstrekkelig bred distribusjon, samt at informasjonen også skal sendes til Nordic ABM. Sistnevnte innebærer i praksis at informasjonen skal gjøres tilgjengelig på www.newsweb.no gjennom bruk av NewsPoint. Videre fremkommer det av bestemmelsens sjette ledd at *"Opplysningene skal i tillegg gjøres tilgjengelig på låntagers internettside etter at offentliggjøring har funnet sted"*.

Børsen anser regnskapsinformasjon for å være av vesentlig betydning for investors mulighet til å fastsette markedsriktig kurs på låntagers obligasjoner da økonomiske forhold gir investorene opplysninger om låntagers soliditet. Det er dermed viktig at frister og fremgangsmåte for innsendelse og offentliggjøring av regnskapstall overholdes.

Oslo Børs ser alvorlig på at årsrapporten for 2014 og halvårsrapporten for 2015 ikke ble offentliggjort i tråd med ABM-reglenes krav, men har samtidig lagt vekt på at de to nevnte regnskapsrapportene var gjort tilgjengelige på selskapets hjemmeside innenfor de relevante frister. Videre ble rapportene offentliggjort, og gjort tilgjengelige på Newsweb, umiddelbart etter at Børsen påpekte den mangelfulle offentligjøringen.

Oslo Børs vil på denne bakgrunn ikke forfølge saken ut over at vi ber SpareBank 1 Gudbrandsdal om å gjennomgå sine rutiner for å sikre at dette ikke gjentar seg.

Oslo Børs vil ikke offentliggjøre dette brev, men det kan inngå som en del av Børsens publisasjon "Vedtak og uttalelser" som veiledning for andre markedsaktører.

Oslo Børs avslutter saken med dette brev.

4.4.4 Siem Industries Inc. - Obligation to publish half-yearly financial reports (brev av 05.02.16)

Reference is made to the correspondence between Oslo Børs and Siem Industries Inc. on 29 January – 3 February 2016.

As stated in the Bond Rules section 3.6.5 (cf. section 3.6.2) the half-yearly financial report shall be made public as soon as possible after the end of the relevant period, but at the latest two months thereafter.

Siem Industries Inc. did not publish the half-yearly financial report for the six first months in 2015 within the deadline of 31 August 2015. The report was first made public on 4 September 2015, i.e. four days after the deadline. The company explains the delay by the company's complicated consolidation structure. Oslo Børs cannot recognize this as a valid justification for not complying with the Oslo Børs Bond Rules. Further, Oslo Børs made the company aware of the deadline in September 2014 due to the company had failed to disclose their half-yearly report for 2014 as well as 2013 in accordance with the above-mentioned rule.

Oslo Børs deems financial information as important information for investors' possibility to price the issuers bonds according to the financial solidity of the company. Therefore the deadlines for the publication of financial information are important and should be complied with.

Oslo Børs views the breach of this obligation as a serious matter. We once again ask the company to assess its internal routines for publication of financial reports so this does not recur in the future.

Oslo Børs will not pursue the matter beyond this letter. Notwithstanding, further repeated breaches may result in a formal sanction in accordance with the Bond Rules chapter 8.

The letter will not be made public, but can be part of the publication "Decisions and Statements" for educational purposes.

4.4.5 Steen & Strøm AS - Forpliktelse til å offentliggjøre årsrapport (brev av 08.06.16)

Det vises til korrespondanse mellom Steen & Strøm AS og Oslo Børs 6. – 7. juni 2016 vedrørende offentliggjøring av årsrapport for 2015.

Som det fremgår Obligasjonsreglene pkt. 3.6.6 jf. pkt. 3.6.2, skal årsrapporten offentliggjøres straks denne er vedtatt av selskapets styre og senest innen fire måneder etter regnskapsårets utgang. Krav til fremgangsmåte for offentliggjøring og lagring fremkommer av Obligasjonsreglene pkt. 3.7.1 og 3.7.2.

Steen & Strøm AS offentliggjorde årsrapporten for 2015 den 24. mai 2016 kl. 16:28. Det vil si om lag tre og en halv uke etter utløp av fristen. Selskapet anførte i e-post av 7. juni 2016 at forsinkelsen skyldtes at man ved slutføring av revisjonen av regnskapet avdekket "beløpsmessige avvik mellom revisjonserklæringene for Steen & Strøms svenske og danske konsern og konsernregnskapene i disse to landene (...)". Avvikene var såpass vesentlige at selskapets revisor ikke kunne godkjenne Steen & Strøms skandinaviske konsernregnskap før avvikene var identifisert og forklart på en tilfredsstillende måte. Videre påpekte selskapet at prosessen med å ferdigstille årsregnskapet ble forsinket som følge av ekstraordinær sykdom blant ansatte.

Børsen anser regnskapsinformasjon for å være av vesentlig betydning for investors mulighet til å fastsette markedsriktig kurs på låntagers obligasjoner da økonomiske forhold gir investorene opplysninger om låntagers soliditet. Det er dermed viktig at frister og fremgangsmåte for innsendelse og offentliggjøring av regnskapstall overholdes.

Selskapet hadde imidlertid offentliggjort foreløpig konsernregnskap for 2015 allerede 24. februar 2016. Steen & Strøm forventet heller ingen vesentlige avvik fra disse tallene ifm. revisjonsprosessen,

og selskapet oppdaterte markedet i børsmelding 29. april om dette samt forsinkelsen. Således antas det at skadevirkningen av den forsinkede offentliggjøringen av den revidert årsrapporten var begrenset i dette tilfellet.

Oslo Børs ser likevel alvorlig på at årsrapporten for 2015 ikke ble offentliggjort innenfor den ovennevnte frist. Herunder ønsker Børsen å påpeke at oversittelsen av fristen var betydelig. Videre bemerkes det at Steen og Strøm AS tidligere har blitt kritisert av børsen for et tilsvarende forhold, dog noe tilbake i tid, ifm. offentliggjøring av årsrapport for 2011.

Etter en total vurdering har Børsen besluttet å ikke forfølge denne saken videre. Det er herunder vektlagt at selskapet hadde offentliggjort foreløpige resultater for 2015 og oppdaterte markedet på at man ikke forventet vesentlige avvik før fristens utløp. Børsen har også tatt de utfordringer selskapet stod overfor i revisjonsprosessen til etterretning. Eventuelle gjentatte brudd i fremtiden kan imidlertid medføre en mer formell reaksjon fra Børsen.

Vi ber videre selskapet om å gjennomgå sine rutiner for å sikre at man i fremtiden avlegger regnskapsrapporter innenfor gjeldende tidsfrister. Herunder bør rutinene og prosessen med å ferdigstille regnskaper ta høyde for at det kan inntreffe uforutsette forhold, slik som i dette tilfellet ved sykdom blant ansatte.

Oslo Børs vil ikke offentliggjøre dette brev, men det kan inngå som en del av Børsens publisasjon "Vedtak og uttalelser" som veiledning for andre markedsaktører.

Oslo Børs avslutter saken med dette brev.

4.4.6 Island Offshore Shipholding L.P. - Manglende offentliggjøring av årsrapport (brev av 20.06.16)

Det vises til korrespondanse mellom Island Offshore Shipholding L.P. ("selskapet" eller "IOSH") og Oslo Børs i perioden 3. juni – 10. juni 2016 vedrørende manglende offentliggjøring av årsrapporter for 2014 og 2015.

Som det fremgår av ABM-reglene pkt. 3.4.7 skal årsrapporten offentliggjøres straks den er vedtatt av styret og senest innen fire måneder etter regnskapsårets utgang. Krav til fremgangsmåte for offentliggjøring fremkommer av ABM-reglene pkt. 3.5.

Selskapet noterte obligasjonslånet Island Offshore Shipholding 13/16 FRN C (Ticker: IOSH01 PRO) på Nordic ABM den 17. september 2013, og har således vært underlagt ABM-reglene siden denne dato. Selskapet offentliggjorde årsrapporten for 2015 den 8. juni 2016. Det vil si om lag fem uker etter utløp av fristen. Regnskapet er datert 29. april, men revisors beretning er først datert 26. mai. Videre ble årsregnskapet for 2014 først gjort tilgjengelig på www.newsweb.no 8. juni 2016, men dette regnskapet er datert 15. april 2015. Revisors beretning er også datert 15. april 2015, og regnskapet har vært tilgjengelig på selskapets hjemmeside. Selskapet ble også i brev av 5. august 2014 kritisert for forsinket offentliggjøring av årsrapport for 2013.

Børsen anser regnskapsinformasjon for å være av vesentlig betydning for investors mulighet til å fastsette markedsriktig kurs på låntagers obligasjoner da økonomiske forhold gir investorene opplysninger om låntagers soliditet. Det er dermed viktig at frister og fremgangsmåte for innsendelse og offentliggjøring av regnskapsinformasjon overholdes.

Oslo Børs ser alvorlig på at ingen av selskapets årsrapporter har vært offentliggjort i tråd med ABM-reglens krav i perioden Island Offshore Shipholding L.P. har hatt noterte lån på Nordic ABM. Herunder ønsker Børsen å påpeke at oversittelsen av fristen for 2015 regnskapet var betydelig. Det er også et skjerpende moment at selskapet tidligere har mottatt advarsel fra Oslo Børs.

Oslo Børs legger til grunn at selskapet gjennomgår sine rutiner for informasjonshåndtering og -rapportering, samt foretar en kvalifisert vurdering av hvorvidt det er behov for kompetanseheving internt i selskapet.

Etter en total vurdering har Børsen likevel besluttet å ikke forfølge denne saken ut over dette brev. Det er herunder vektlagt at selskapet i alle de tre aktuelle årene hadde offentliggjort foreløpige resultater for årene (Q4 rapporter) innen fristen for årsrapportene. Det presiseres imidlertid at eventuelle fremtidige gjentatte brudd kan medføre en mer formell reaksjon.

Oslo Børs vil ikke offentliggjøre dette brev, men det kan inngå som en del av Børsens publikasjon "Vedtak og uttalelser" som veiledning for andre markedsaktører.

4.4.7 Sarpsborg kommune - Offentliggjøring av årsrapport 2015 (brev av 07.07.16)

Det vises til korrespondanse mellom Sarpsborg kommune og Oslo Børs den 4. og 6. juli 2016 vedrørende sen offentliggjøring av årsrapport og årsregnskap for 2015.

Det fremgår av ABM – reglene pkt. 3.4.7 at årsrapporten skal offentliggjøres senest fire måneder etter regnskapsårets utgang. Låntager skal sørge for at årsrapporten forblir offentlig i minst fem år forutsatt at låntager har obligasjoner notert på Nordic ABM. Offentliggjøring skal skje straks årsrapporten er vedtatt av styret eller tilsvarende organ. Krav til fremgangsmåte for offentliggjøring fremkommer av ABM – reglene pkt. 3.5.

Etter en rutinemessig gjennomgang av utstederne med noterte obligasjonslåns offentliggjøring av årsrapport for 2015 ser vi at Sarpsborg kommune offentliggjorde årsrapport og årsregnskap for 2015 i børs melding den 23. mai 2016, tre uker etter utløpet av fristen i ABM- reglene.

Sarpsborg kommune har opplyst at den sene offentliggjøringen av årsrapport og årsregnskap for 2015 skyldes en forglemmelse. Den samme informasjonen ble i følge kommunen offentlig tilgjengelig på kommunens nettside allerede 25. april i år, altså innenfor fristen i ABM- reglene. Videre har Sarpsborg kommune uoppfordret bekreftet til Oslo Børs at de har tatt nødvendige grep for å unngå en lignende forsinkelse ved neste offentliggjøring av finansiell informasjon.

Samtlige utstedere med obligasjonslån notert på Oslo Børs og Nordic ABM er underlagt frister i henholdsvis Obligasjonsreglene og ABM- reglene for offentliggjøring av finansiell informasjon. På generelt grunnlag anser Oslo Børs regnskapsinformasjon for å være av vesentlige betydning for investors mulighet til å fastsette markedsriktig kurs på låntagers obligasjoner. Oslo Børs anser det dermed som viktig at fristene i Oslo Børs sitt regelverk for offentliggjøring av regnskapstall overholdes.

Dette brevet vil ikke bli offentliggjort, men det kan inngå som en del av Børsens publikasjon «Vedtak og uttalelser» som veiledning for andre markedsaktører.

Oslo Børs avslutter saken med dette brev.

5 OVERTAKELSESTILBUD

5.1 Kontrollerte tilbud 2016

Overtakelsestilbud etter vphl. kap. 6

Selskap	Tilbyder	Pliktig/ frivillig tilbud	Dato godkjent
Opera Software ASA	Kunqi	Frivillig tilbud	09.03.2016
Norwegian Property ASA	Geveran Trading Co Ltd	Pliktig tilbud	21.09.2016
Techstep ASA	Zono Holding AS	Pliktig tilbud	17.10.2016
Serodus ASA	Viggo Harboe Holding ApS	Pliktig tilbud	30.10.2016
Havfisk ASA	Lerøy Seafood Group ASA	Pliktig tilbud	16.09.2016
Aurora LPG Holding ASA *	BW LPG Limited	Frivillig tilbud	17.06.2016
TTS Group ASA	Palfinger Marine GmbH	Frivillig tilbud	18.07.2016
Tide ASA	Det Stavangerske Dampskibsselskab AS	Pliktig tilbud	28.12.2016

* Frivillig tilbud etter reglene om pliktig tilbud

Det er i 2016 ikke fremmet tilbud med delt jurisdiksjon, kombinert pliktig tilbud og meddelelse om tvangsinnløsning eller tvangsinnløsning uten at det fremmes pliktig tilbud.

5.2 Pliktig tilbud

5.2.1 Tilbudsplikt – konvertibelt lån som delvis vederlag i transaksjon (e-post av 03.05.16)

Vi viser til din e-post under. Vår forståelse av faktum i foreliggende sak er at 25 % av vederlaget for kjøpet vil bestå av et konvertibelt lån. Det konvertible lånet vil imidlertid kun kunne kreves tilbakebetalt dersom utsteder misligholder sin plikt til å levere aksjer ved konvertering. 20 % av lånet kan konverteres etter 12 mnd., 40 % etter 24 mnd. og 40 % etter 36 mnd. (det «Konvertible Lånet»).

Det Konvertible Lånet skal tjene som sikkerhet for eventuelle krav fra utsteder mot selger basert på eventuelle mangler som påberopes i en periode på tre år etter gjennomføring av kjøpet. Dersom utsteder som kjøper fremmer slik krav overfor selgeren, vil utsteder ha en rett til å levere tilbake det aktuelle selskapet eller den aktuelle eiendelen ("put opsjon") og avregne vederlaget mot en tilsvarende andel av det Konvertible Lånet. Det er videre opplyst at slike etterfølgende krav vil kunne gjelde tillatelser og feed-in tariffer som selskapene skal inneha og som vil kunne bli en realitet.

Børsens vurdering

Vi forstår det slik at selger kun kan kreve (kontant) tilbakebetaling av det Konvertible Lånet dersom utsteder misligholder sin plikt til å levere aksjer ved konverteringen. Dette betyr at det i realiteten

ikke foreligger noen valgmulighet for selger ved oppgjør av den resterende kjøpesummen, de vil motta aksjer i utsteder med mindre selskapet ikke overholder sin plikt til å levere aksjene.

Etter verdipapirforskriften § 6-11 kan børsen ilegge tilbudsplikt dersom erverv av en rett til å bli eier av aksjer må anses som et reelt erverv av aksjene. Bakgrunnen for en slik regel er at tilbudsreglene baserer seg på at tilbudsplikt utløses der det finner sted et kontrollskifte i et børsnotert selskap, og bestemmelsen gir Børsen en mulighet til å foreta en gjennomskjæring ved pro-forma arrangementer og liknende.

Når det gjelder fremtidige erverv, slik som terminkontrakter og opsjoner, herunder ordinære konvertibler, er hovedregelen at tilbudsplikt først vil utløses ved aksjeerverv gjennom oppgjøret. Det er på dette tidspunktet aksjonærrettighetene erverves og den faktiske kontrollen anses for å ha blitt overført til ny eier. Det vil bety at det som utgangspunkt først vil være ved en eventuell konvertering av det Konvertible Lånet at slike aksjer skal medregnes i selgers beholdning. I saken inntatt i vedtak og uttalelser 2003 pkt. 6.1.1 kom børsen riktignok til at inngåelse av visse opsjoner med svært høy opsjonspremie var å anse som et reelt erverv som utløste tilbudsplikt på avtaletidspunktet. Her ble det lagt til grunn at de økonomiske underliggende realiteter la en så vidt sterk påvirkning på den ene partens bruk av aksjonærrettigheter at opsjonsinnehaveren reelt sett måtte anses å ha ervervet de organisatoriske rettighetene til aksjene.

I foreliggende tilfellet fungerer det Konvertible Lånet som fremtidig sikkerhet for kjøper for mangelskrav, noe som betyr at lånet vil kunne bortfalle delvis eller i sin helhet forut for konverteringstidspunktet. Videre er det ikke presentert noen elementer som medfører at innehaver av det Konvertible Lånet får noen form for organisatoriske rettigheter i selskapet eller avtaler som gjør at selger kan utøve innflytelse i selskapet. Slik sett foreligger det ikke grunnlag for å anse selger som reell eier av aksjene ved inngåelse av avtale om det Konvertible Lånet slik at tilbudsplikt utløses.

For ordens skyld minner vi om at det ved inngåelse av avtale som utløser tilbudsplikt må meldes at avtalen utløser tilbudsplikt, samt at selger i det foreliggende tilfellet tenker å gjennomføre nedsalg.

5.2.2 Spørsmål vedrørende tilbudspris i pliktig tilbud (e-postkorrespondanse av 09.09.16 og 13.09.16)

E-post fra rådgiver av 09.09.16

1 Background

The background for my question is the following: Our client (the "Client") entered into an engagement letter with a Norwegian investment bank (the "**Bank**") in November 2015. Pursuant to the engagement letter, the Bank should assist the Client in the acquisition of shares of a company listed on Oslo Axess (the "**Company**"). The initial target for the acquisitions was 4.99% of the shares of the Company, and there was in the engagement letter set a maximum price which the Client was willing to pay. It was further agreed in the engagement letter that *"the intention of both parties is that the Manager can keep acquiring shares in the Company in line with the prevailing instructions for the Transaction given by the Client without having to consult with the Client each time there are Shares available for purchase in the market"*.

Under the engagement letter, the Bank was entitled to a brokerage fee equal to 0.25% of the price paid for shares under the engagement, and settlement notes were to be issued "on a continuous basis".

2 The Share Purchase

The Bank purchased shares in the market under the engagement in late February and early March 2016 (the "**Market Purchase**"). The shares acquired in the Market Purchase were held by the Bank until 24 May, at which date they were transferred to the Client's VPS account. The Client was at the same time invoiced for the amounts paid to sellers in February/March, plus the 0.25% brokerage commission, plus a "hosting fee" (the payment of the invoice together with the share transfer from the Bank is referred to as the "**Transfer**"). The hosting fee was interest compensation for the period between the Market Purchase and the Transfer as the Bank financed the shares in that period.

3 The Question

The share price of the Company has developed negatively through the year and is now significantly lower than in February/March and May.

The Client is currently considering a transaction which will result in the Client becoming the owner of more than 1/3 of the shares and votes of the Company and thus trigger mandatory offer obligations. Under the current timetable, the mandatory offer obligation will be triggered at a date which is more than 6 months after the Market Purchase, but less than 6 months from the date of the Transfer. The current share price is significantly lower than the prices previously paid by the Client, and the Client is therefore concerned that the price paid as part of the Transfer will be relevant when determining the price to be paid under the mandatory offer.

Pursuant to section 6-10(4) of the Norwegian Securities Trading Act, the offer price in a mandatory offer shall be at least as high as the highest price which the offeror has "*paid or agreed*" during the last 6 months prior to triggering the mandatory offer obligation. When applying this rule on the facts in this matter, we are of the view that the relevant transaction was the Market Purchase, and not the subsequent Transfer. The reason for this is that the Market Purchase was conducted on behalf of the Client with a right and obligation for the Client to take delivery of the shares at the prices paid by the Bank to the sellers (+commission). The time lag between the Market Purchase and the subsequent Transfer was only caused by administrative reasons and the fact that the number of shares and the cash amount involved was small, and the May payment was only a payment between the Client and its interim financing source (the Bank).

Please let me know whether you agree to our conclusion above, and please do not hesitate to contact me if you would like to discuss.

Svar fra Oslo Børs av 13.09.16

I refer to your e-mail below and your question regarding the bid price in a potential mandatory offer.

Pursuant to section 6-10 (4) of the Norwegian Securities Trading Act, the offer price in a mandatory offer shall be at least as high as "the highest payment the offeror has made or agreed in the period six months prior to the point at which the mandatory bid was triggered". Your question is whether "the highest payment the offeror has made or agreed" should refer to i) the payment between the Bank and your client in May (which coincide with the transfer of the shares to your client's VPS account) or ii) the acquisitions made by the Bank on behalf of your client in February/March (the "Market Purchase"). Your client is currently considering further acquisitions which will trigger a mandatory offer obligation, and under the current timeline the payment between the Bank and your client in May falls within the relevant six months period referred to in the STA section 6-10 (4), while

the Market Purchase took place more than six months prior to the potential acquisition triggering the mandatory offer obligation.

In our view the payments made by the Bank in connection with the Market Purchase should be viewed as “payment the offeror has made”, cf. the STA section 6-10 (4). Under this interpretation of the relevant rule, it also follows that your client is regarded as the actual purchaser in the Market Purchase, and that the payment in May was a payment between the Client and its interim financing source (the Bank) which does not affect the bid price in a potential mandatory offer.

The objective of the bid price rule included in the STA section 6-10 (4) is equal treatment of shareholders, i.e. that the remaining shareholders should benefit from the control premium that the offeror has been willing to pay to acquire control in the target company. The Market Purchase was conducted on behalf of your client according to instructions given by your client, with a right and obligation for your client to take delivery of the shares at the prices paid by the Bank to the sellers. When interpreting the bid price rule included in the STA section 6-10 (4) in accordance with its objective, it is relevant to place emphasis on who is on the receiving end of the payment made. Although the Bank held the shares on behalf of your client for an interim period, the Bank, as an intermediary acting on behalf of your client, should not be regarded as a selling shareholder who has potentially been granted a benefit in the form of a control premium. Thus, in our view and in the context described, the relevant payments from the perspective of the bid price rule, are payments made to selling shareholders by the Bank on behalf of your client. As long as such payments were made prior to the six months preceding an acquisition triggering a mandatory offer obligation, these payments will not be relevant when determining the bid price.

Please note that our assessment above is based on an interpretation of the relevant rule, and that our approval of a potential mandatory offer and bid price on the basis of this interpretation, can be appealed to the Stock Exchange Appeal Committee, cf. the Stock Exchange Regulations section 35, cf. the Stock Exchange Act Section 40 .

5.2.3 Techstep ASA - Vedtak om reduksjon av garanti (oppdatert) (brev av 02.12.16)

Det vises til brev av 18. november 2016 hvor det søkes om reduksjon av garanti utstedt i forbindelse med pliktig tilbud fremsatt av Zono Holding AS om kjøp av alle aksjene i Techstep ASA (“Techstep”) i henhold til reglene om pliktig tilbud.

Oslo Børs fattet 23. november 2016 vedtak om at garantien kan nedskrives fra NOK 21.410.906 pluss forsinkelsesrenter for fire uker fra forfall, til NOK 2.137.327,06 pluss forsinkelsesrenter for fire uker fra forfall.

Zono Holding AS har i e-post 29. november 2016 utvidet sin søknad og gitt ytterligere informasjon, og i den anledning anmodet om at en margin ikke inngår i nytt garantibeløp, alternativt at settes lavere enn 10 %, jf. verdipapirforskriften (vpf.) § 6-10 (1) (c). Det anføres at det foreligger slike «*særlige tilfeller*» som forskriften gir anvisning på ettersom børskursen i Techstep per 29. november 2016 utgjør NOK 6,35 mens tilbudspris var NOK 2,20. Videre vises det til at oppgjør har funnet sted, samt at det foreligger ingen avviste eller omtvistede aksepterte.

Tilbudsperioden utløp 15. november 2016. Tilbudet omfattet totalt 9.732.230 aksjer. Tilbudsprisen var på NOK 2,20 per aksje.

Garantien var pålydende NOK 21.410.906, pluss forsinkelsesrenter i fire uker fra forfallsdato. Garantibeløpet tilsvarer det samlede antall aksjer som var omfattet av tilbudet, 9.732.230, multiplisert med tilbudsprisen.

Det søkes om nedskrivning av garantien for de aksjer som er ervervet og betalt for under tilbudet og de aksjer det ikke foreligger aksept for.

Basert på opplysninger i søknaden og vedlagt dokumentasjon legger Oslo Børs til grunn følgende:

- Det ble avgitt aksepter for 17.107 aksjer under tilbudet. Tilbudsprisen var NOK 2,20. Samlet vederlag for aksjer kjøpt under tilbudet er således NOK 37.635,40. Oppgjør for disse aksjene ble gjennomført 18. november 2016. Dette er bekreftet av DNB Bank ASA som har forestått oppgjøret.
- Tilbyder har ikke ervervet aksjer i Techstep utenfor tilbudet
- Det forelå ikke aksept for 9.715.123 aksjer i Techstep ved utløpet av tilbudsperioden. Antall aksjer det ikke forelå aksept for multiplisert med tilbudsprisen utgjør totalt NOK 21.373.270,60.
- Det foreligger ikke omtvistede aksepter og ingen aksepter er avvist.

Det følger av vpf. § 6-10 (1) (a) at tilbudsmyndigheten etter søknad kan akseptere reduksjon av garantien med et beløp tilsvarende endelig betalt beløp for aksjer kjøpt under tilbudet, herunder tilsvarende andel av beløp avsatt til forsinkelsesrenter.

Videre følger det av vpf. § 6-10 (1) (c) at tilbudsmyndigheten kan akseptere reduksjon av garantien med et beløp tilsvarende antall aksjer det ikke foreligger aksept for, herunder en tilsvarende andel av beløp avsatt til forsinkelsesrenter, likevel slik at det gjenstår en margin for eventuelle omtvistede eller uklare aksepter for ca. 10 % av dette beløp. I særlige tilfeller kan marginen settes lavere.

Det er i oppdatert søknad anmodet om at marginkravet i vpf. § 6-10 (1) (c) settes lavere enn 10 % basert på at det foreligger et «særlig tilfelle».

Oslo Børs legger til grunn i vurderingen av «særlig tilfelle» at vilkåret kun i unntakstilfeller vil være oppfylt. Oslo Børs har i vurderingen lagt til grunn at akseptgraden i tilbudet er meget lav. Dette er isolert sett ikke tilstrekkelig til at vilkåret anses oppfylt. Dette må imidlertid sees på bakgrunn av at markedskursen i tilbudsperioden lå betydelig over tilbudsprisen, da kursen i tilbudsperioden lå i intervallet NOK 4,70 til 6,45 mens tilbudsprisen var NOK 2,20. Dette tilsier at vilkåret «særlig tilfelle» anses oppfylt og at marginen kan settes lavere enn 10 % i dette tilfellet.

På bakgrunn av ovennevnte, finner Oslo Børs at NOK 500.000 pluss forsinkelsesrenter for fire uker fra forfall er en passende margin. Det er ingen tvil om at en slik margin vil være tilstrekkelig for å dekke eventuelle krav etter garantien.

Oslo Børs finner, i egenskap av å være tilbudsmyndighet, å kunne godta reduksjon av garantien. Med utgangspunkt i vpf. § 6-10, første ledd (a) og (c) er børsen kommet til at garantien kan nedskrives fra NOK 21.410.906 pluss forsinkelsesrenter for fire uker fra forfall, til NOK 500.000 pluss forsinkelsesrenter for fire uker fra forfall.

Nedskrivningen får effekt umiddelbart og i kraft av dette vedtak. Det er ikke påkrevet med innlevering av nytt endret garantidokument.

Børsen har i henhold til vpf. § 6-10 siste ledd fastsatt avgift for behandling av søknader om reduksjon av garantibeløp til NOK 22.100 for hver reduksjon. I denne saken vil det kun bli ilagt ett gebyr. Gebyret vil bli fakturert særskilt.

5.2.4 Wallenius Wilhelmsen Logistics ASA – tilbudsplikt og konsolidering (brev av 04.09.16)

1 Innledning

Det vises til brev av 26. august 2016 fra Advokatfirmaet Schjødt på vegne av Soya/Wallenius selskaper, herunder Rederi AB Soya og Wallenius Lines AB, ("OW"), og Advokatfirmaet Wiersholm på vegne av Wilh. Wilhelmsen selskaper, herunder Wilh. Wilhelmsen ASA og Wilh. Wilhelmsen Holding ASA, ("WW"), og møte på Oslo Børs 23. august 2016.

Partene ber om bekreftelse fra Oslo Børs på deres syn om at transaksjonen verken

(i) utløser tilbudsplikt, eller

(ii) etablerer en konsolidert gruppe bestående av OW og WW.

Nærmere bestemt er partenes syn at transaksjonen ikke vil utløse tilbudsplikt, jf. unntaket fra tilbudsplikt for erverv i form av vederlag ved fusjon i aksjeselskap i verdipapirhandelloven ("vphl") § 6-2 (1) nr. 3, og at dette bør gjelde selv om fusjonen skjer etter reglene i allmennaksjeloven kap. VII (fusjon over landegrensene).

Videre innebærer partenes syn at transaksjonen ikke faller inn under slike "særlige tilfeller" der tilbudsmyndigheten likevel kan pålegge tilbudsplikt, jf. vphl. § 6-2(2).

Til slutt går partenes syn på at aksjeeieravtalen ikke innebærer at OW og WW konsolideres etter vphl. § 6-5, jf. § 2-5.

2 Vurdering av unntak fra tilbudsplikt etter vphl. § 6-2 – vederlag ved fusjon

Oslo Børs har basert sin vurdering på følgende om fusjonen:

Transaksjonen planlegges gjennomført som en fusjon mellom dagens børsnoterte Wilh. Wilhelmsen ASA ("WWASA") og et 100 % eiet OW-selskap, mest sannsynlig et svensk selskap – "Newco AB"). WWASA vil være det overtakende selskap. OW vil gjennom fusjonen erverve mellom 34-37 % av aksjene i det fusjonerte selskapet. Det fusjonerte selskap vil endre navn til Wallenius Wilhelmsen Logistics ASA ("WWLASA").

Hovedregelen om tilbudsplikt er at *"den som gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer mer enn 1/3 av stemmene i et norsk selskap hvis aksjer er notert på norsk regulert marked (notert selskap), plikter å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet"*, jf. vphl § 6-1 (1).

Etter vphl. § 6-2 (1) nr. 3 inntre imidlertid ikke tilbudsplikt etter vphl. §§ 6-1 og 6-6 ved erverv i form av *"vederlag ved fusjon eller fusjon av aksjeselskap eller allmennaksjeselskap"*.

Unntaket for vederlag ved fusjon er i hovedsak begrunnet i at de selskapsrettslige reglene innebærer et tilstrekkelig vern for aksjeeierne. Ved fusjon gjelder de alminnelige minoritetsvernsregler på vanlig måte. I fusjonssituasjoner foreligger ingen kontrollpremie som bør fordeles på de andre aksjeeierne samtidig som det ikke vil være nødvendig med noen exit-mulighet for aksjeeierne i form av tilbudsplikt.

I det foreliggende tilfellet dreier det seg om en fusjon over landegrensene mellom Norge og Sverige. Allmennaksjeloven ("asal") kap. 13 om fusjoner regulerer fusjoner over landegrensene i underkap. VII. Det nærmere virkeområdet gis i asal § 13-25 (1) og omfatter "*fusjon mellom ett eller flere allmennaksjeselskaper og ett eller flere utenlandske selskaper med begrenset ansvar som har sitt registrerte forretningskontor eller sitt hovedkontor i en annen EØS-stat, og som er underlagt lovgivningen i en annen EØS-stat enn Norge. Et allmennaksjeselskap kan bare fusjoneres med et utenlandsk selskap etter første punktum som har en selskapsform som etter sin stats selskapslovgivning svarer til aksjeselskap eller allmennaksjeselskap.*"

Siden Newco AB vil være et aksjeselskap hjemmehørende i Sverige, EØS-stat, svarende til et aksjeselskap etter norsk selskapsrett, legger Oslo Børs til grunn at Newco AB må anses som et aksjeselskap etter vphl. 6-2 (1) nr. 3.

På den bakgrunn legger Oslo Børs videre til grunn at unntaket fra tilbudsplikt for erverv av vederlag ved fusjon av aksjeselskap etter vphl. § 6-2 (1) nr. 3 vil være oppfylt.

I denne sammenheng må det likevel vurderes om vphl. § 6-2 (2) kan komme til anvendelse. Etter bestemmelsen kan tilbudsmyndigheten "*i særlige tilfeller pålegge tilbudsplikt ved erverv som nevnt i første ledd*". Bestemmelsen er en sikkerhetsventil for å ramme de klare omgåelsestilfeller av tilbudsplikten.

I henhold til forarbeider til bestemmelsen antas det i Ot.prp. nr. 29 (1996-97) s. 69 at slikt pålegg i praksis vil være mest aktuelt i forbindelse med erverv i form av arv, gave eller skifte. Det fremgår av Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s. 364 at man tok sikte på en videreføring av tolkingen og praktiseringen.

Oslo Børs legger til grunn at transaksjonen ikke faller inn under "særlige tilfeller" i vphl. § 6-2 (2).

På bakgrunn av ovennevnte mener Oslo Børs at transaksjonen ikke vil utløse tilbudsplikt, jf. unntaket fra tilbudsplikt for erverv i form av vederlag ved fusjon i aksjeselskap i vphl. § 6-2 (1) nr. 3.

3 Vurdering av konsolidering etter vphl. §§ 6-5, jf. 2-5 – forpliktende samarbeid

Oslo Børs har basert sin vurdering på følgende om samarbeid mellom OW og WW:

Partene skal stemme for følgende ordninger for valg av styremedlemmer i WWLASA:

Styresammensetning

Valgkomiteen vil bestå av tre medlemmer valgt av generalforsamlingen, der leder skal være uavhengig av styret og øvrige ledende ansatte. Det skal følge av vedtektene for WWLASA og/eller retningslinjene for valgkomiteen at aksjeeiere med mer enn 20 % av aksjene i selskapet skal ha rett til å utpeke ett medlem av valgkomiteen (men ikke lederen).

Styret for WWLASA skal bestå av inntil 9 aksjeeiervalgte medlemmer, og styret skal konstituere seg selv.

Styreleder skal velges fritt av og blant styremedlemmene og uavhengig av om vedkommende er utpekt av OW eller WW.

Forpliktelse til å stemme for valg av styremedlemmer

Så lenge OW og WW hver eier mer enn 20 % av aksjene i WWLASA, skal de ha rett til å utpeke inntil 2 styremedlemmer hver. Hver part skal imidlertid stå fritt til å utpeke hvem disse inntil 2 styremedlemmene skal være, uten klarering eller annen forståelse med den andre part. Styreleder velges fritt av og blant de aksjeeiervalgte styremedlemmer. OW og WW vil som et engangstilfelle avtale hvem som skal være første styreleder i "nye" WWLASA. Det vil ikke være andre bindinger på hvordan henholdsvis OW og WW skal utøve sine aksjeeierrettigheter i generalforsamlinger i WWLASA og heller ikke på hvordan de respektive styremedlemmer skal stemme i styreanliggender.

Lock-up

Lock-up periode for både OW og WW på inntil 9 måneder, etter nærmere innspill fra de finansielle rådgivere, dvs. SEB for OW og Arctic for WW.

Forkjøpsrett

Forkjøpsrett utløses dersom en av partene selger seg under 20 % av aksjene i WWLASA etter den avtalte lock-up perioden. Dersom forkjøpsretten ikke utøves, vil selgende part fritt kunne selge aksjene i markedet i løpet av en 30 dagers periode, dog ikke til lavere kurs enn tilbudt den annen part gjennom forkjøpsretten.

Varighet

Aksjeeieravtalen vil løpe til 31.12.2021. Med mindre den da sier opp av en av partene, vil den løpe for nye to år av gangen.

Det følger av vphl. § 6-5 at i forhold til reglene om tilbudsplikt *"regnes like med en aksjeeiers egne aksjer, aksjer som eies eller erverves av nærstående som nevnt i § 2-5. Tilbudsplikt inntreffer uavhengig av om ervervet foretas av aksjeeieren selv eller av aksjeeierens nærstående som nevnt i § 2-5"*. Som nærstående regnes etter vphl. § 2-5 nr. 5 *"noen som det må antas at vedkommende har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument, herunder samarbeid der et tilbud vanskeliggjøres eller hindres"*.

Tilbudspliktreglene skal i hovedsak beskytte øvrige aksjeeiere i et børsnotert selskap. Hvis en aksjeeier eller en gruppe passerer en terskel for tilbudsplikt, vil øvrige aksjeeiere oppleve redusert innflytelse på styring av selskapet og mulig redusert handelsaktivitet. Av den grunn har de øvrige aksjeeierne beskyttelsesmekanismer som utløses når kontrollen i selskapet anses å forsvinne, gjennom å bli presentert et tilbud om å selge sine aksjer til en rimelig pris.

Av forarbeidene fremgår det at det er mer langsiktige former for samarbeid, som innebærer kontroll over selskapet, bestemmelsen primært retter seg mot. Samarbeidet bør dessuten omfatte en koordinert opptreden med et felles mål med sikte på en tilstrekkelig kontroll over selskapet. Regelen gjelder bare samarbeid som gjelder det å gjøre bruk av aksjeeierrettigheter, men ikke alle arrangementer for utøvelse av aksjeeierrettigheter vil resultere i konsolidering. Et samarbeid med sikte på å oppnå kontroll må på en eller annen måte omfatte utøvelsen av stemmerett. Det må avgjøres konkret ut fra forholdene i det enkelte tilfelle hvilket samarbeid som vil kunne utløse tilbudsplikt. Vurderingstemaet må være i hvilken grad det konkrete samarbeidet for de øvrige aksjeeiere vil kunne oppleves som at det er etablert en felles kontroll med selskapet.

Reglene om tilbudsplikt i vphl. kap. 6 gjennomfører reglene i direktiv 2004/2005/EF om overtakelsestilbud («Takeover-direktivet»). De former for samarbeid som ikke skal gi grunnlag for konsolidering er inntatt i ESMAs "White List" (ESMA/2013/1642). Utvelgelse av styremedlemmer er

ikke en del av ESMA's "White List", da dette er et særlig sensitivt tema der reglene fullt ut er overlatt til nasjonal rett.

I forhold til konsolidering er det to materielle forhold som følger av partenes aksjeeieravtale som må vurderes i saken vedrørende om *"det må antas at vedkommende har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument"*:

1. Utvelgelse av styremedlemmer i WWLASA, og
2. Forkjøpsrett som utløses dersom en av partene selger seg under 20 % av aksjene i WWLASA etter avtalt lock-up periode på 9 måneder for OW og WW.

Utvelgelse av styremedlemmer i WWLASA

Det forhold at aksjeeiere med mer enn 20 % av aksjene i WWLASA skal ha rett, etter vedtektene eller retningslinjene for valgkomitéen, til å utpeke ett medlem av valgkomitéen vil ikke dreie seg om utøvelse av stemmerett og ikke gi kontroll. Det er under enhver omstendighet generalforsamlingen som velger styremedlemmene.

Etter aksjeeieravtalen har OW og WW rett til å utpeke inntil 2 styremedlemmer i WWLASA hver så lenge de eier mer enn 20 % av aksjene i selskapet. Det at hver av partene skal stemme i favør av den andre partens forslag til styremedlemmer på generalforsamling i WWLASA taler isolert sett i retning av et forpliktende samarbeid gjennom bruk av aksjeeierrettigheter. Det som imidlertid begrenser graden av dette samarbeidet er at den annen part verken har noe påvirkning over hvem den andre parten forslår som sine styremedlemmer eller hvordan de enkelte styremedlemmer skal stemme i styreanliggender. Videre er det ingen forpliktelse i aksjeeieravtalen om hvem som skal være styreleder i WWLASA utover at det er enighet i transaksjonsavtalen om hvem som skal velges som første styreleder i selskapet ved closing.

Oppsummert så langt vil ikke denne reguleringen med samarbeid om valg av inntil 4 styremedlemmer gi de to partene felles kontroll over WWLASA, forutsatt at det faktisk er valgt 9 styremedlemmer i selskapet.

Et viktig punkt er nettopp det forholdet at styret i WWLASA skal bestå av inntil 9 aksjeeiervalgte medlemmer. Kjernen i konsolideringsspørsmålet vedrørende forpliktende samarbeid er om partene felles oppnår kontroll over selskapet. Det innebærer at partene til sammen bare kan velge inntil 4 styremedlemmer for det tilfellet at det faktisk totalt er 9 valgte styremedlemmer i WWLASA.

Oslo Børs understreker i den sammenheng at for det tilfellet at OW og WW gjennom aksjeeieravtalen felles oppnår 50 % eller mer av styremedlemmene i WWLASA, så vil vurderingen av om partene blir konsolidert som følge av forpliktende samarbeid etter vphl. § 2-5 nr. 5 kunne bli annerledes.

På den bakgrunn legger Oslo Børs til grunn at OW og WWs regulering for valg av styremedlemmer ikke vil innebære forpliktende samarbeid som vil utløse konsolidering, jf. vphl. § 2-5 nr. 5, forutsatt at de ikke felles oppnår 50 % eller mer av styremedlemmene i WWLASA som følge av dette.

Forkjøpsrett

Etter en lock-up periode på inntil 9 måneder utløses en forkjøpsrett for den annen part dersom en av partene selger seg under 20 % av aksjene i WWLASA. Dette vil kunne gi den ervervende part mer enn 50 % aksjene i WWLASA. Imidlertid innebærer aksjeeieravtalen ikke noen øvrige bindinger, utover styrevalg (se over), på hvordan henholdsvis OW og WW skal utøve sine aksjeeierrettigheter i ulike generalforsamlinger i WWLASA. Med hensyn til forkjøpsretten vil det altså ikke foreligge noe forpliktende samarbeid gjennom bruk av aksjeeierrettigheter og utøvelse av stemmerett.

Oslo Børs legger til grunn at partenes forkjøpsrett ikke vil innebære forpliktende samarbeid som vil utløse konsolidering, jf. vphl. 2-5 nr. 5.

4 Konklusjon

Oslo Børs er av den oppfatning at fusjonen mellom børsnoterte Wilh. Wilhelmsen ASA og et 100 % eiet Soya/Wallenius-selskap, Newco AB, ikke vil utløse tilbudsplikt, jf. unntaket fra tilbudsplikt for erverv i form av vederlag ved fusjon i aksjeselskap i vphl. § 6-2 (1) nr. 3. Herunder legger Oslo Børs til grunn at Newco AB må anses som et aksjeselskap etter vphl. 6-2 (1) nr. 3 og at transaksjonen ikke faller inn under "særlige tilfeller" i vphl. § 6-2 (2).

Oslo Børs er videre av den oppfatning at reguleringen i aksjeeieravtalen mellom Soya/Wallenius selskapene og Wilh. Wilhelmsen selskapene, om valg av styremedlemmer og forkjøpsrett, ikke vil, i seg selv eller samlet, innebære forpliktende samarbeid som vil utløse konsolidering, jf. vphl. § 2-5 nr. 5, forutsatt at partene ikke felles oppnår 50 % eller mer av styremedlemmene i WWLASA som følge av samarbeidet om valg av styremedlemmer. Selv om Oslo Børs' oppfatning er at reguleringen i aksjeeieravtalen ikke vil medføre konsolidering, påpekes det at dette er en sammensatt vurdering. Øvrige forhold i samarbeidet mellom partene ville kunne medført en annerledes vurdering. I dette tilfellet er det kun det omtalte samarbeidet alene som er vurdert.

Oslo Børs har ikke vurdert krav om offentliggjøring av informasjon i tilknytning til transaksjonen. Ut fra et eierstyringsperspektiv anbefaler Oslo Børs at innholdet i aksjeeieravtalen mellom Soya/Wallenius selskapene og Wilh. Wilhelmsen selskapene gjøres kjent i sammenheng med offentliggjøring av transaksjonen.

Oslo Børs nevner for ordens skyld at denne uttalelsen er administrasjonens vurdering og at i en konkret sak kan slike oppfatninger prøves fullt ut av Børsklagenemnden.

5.2.5 Aurora LPG – pliktig tilbud, tilbudspris ved alternative vederlag (korrespondanse 19.10.16 – 24.10.16)

E-post fra BW LPG 19. oktober 2016:

I refer to our telephone conversation earlier today.

As mentioned, BW LPG is considering to adjust the voluntary offer so that it satisfies the requirements of a mandatory offer. BW LPG has announced that they intend to offer (i) 0.3175 new shares of BW LPG and NOK 7.40 in cash (the "Partial Share Alternative"), or (ii) a NOK amount in cash (the "Cash Alternative"), at the option of each accepting Aurora LPG shareholder, for each share in Aurora LPG. Such consideration will also be offered if BW LPG should resolve to adjust the voluntary offer so that it satisfies the requirements of a mandatory offer.

In order for the offer to satisfy the requirements that apply to mandatory offers, we understand that:

- (i) the amount offered per Aurora LPG share under the Cash Alternative will have to be no less than the value offered under the Partial Share Alternative.
- (ii) the value of the Partial Share Alternative and thus the amount of the Cash Alternative will be finally determined in connection with Oslo Børs' approval of the Offer Document

and the bank guarantee securing payment of the cash offered under the Cash Alternative. This means that amount offered per Aurora LPG share under the Cash Alternative will not be subject to adjustments during or after the offer period should the price of the BW LPG share increase or decrease.

- (iii) the value of the 0.3175 BW LPG shares offered under the Partial Share Alternative will equal to the volume weighted average share price of the BW LPG shares during the last three trading days prior to the date of Oslo Børs' approval of the offer document (unless Oslo Børs is of the view that there has been "unnatural" price movements for the shares in that period). That means if the offer document is approved on 28 October, then the amount to be offered under the Cash Alternative will be calculated based on the volume weighted average share price of the BW LPG share on 25, 26 and 27 October.

The methodology in item (iii) above reflects the method for determining the cash consideration in mandatory offers (and compulsory acquisitions) that follows after conditional voluntary share exchange offers for companies listed on Oslo Børs/Oslo Axess where listed shares in the offeror are being offered as consideration for shares in the target company. In these transactions it is customary to calculate the value of the consideration shares based on the volume weighted average share price of the offeror during the last three trading days prior to the announcement by the offeror that the relevant and material conditions have been met or waived.

Based on our conversation, we understand that Oslo Børs agrees with our views in items (i), (ii) and (iii) above, but it would be much appreciated if you could confirm.

E-post fra Oslo Børs 21. oktober 2016:

Further to your e-mail regarding the required offer price for mandatory offers with alternative consideration in the form of shares.

When offering alternative consideration such consideration (the shares in the bidder - BW LPG shares) must be of equivalent value compared to the cash consideration. We are of the view that such comparison shall be made at the time the offer is made. This means that any subsequent increase or reduction in the value of the alternative consideration will not require adjustments to the cash alternative.

The assessment of the value of the alternative consideration must be made based on the general principals and the established practice used when assessing the minimum offer price for mandatory offers. In relation to listed shares the value will be assessed by using the trading prices during a representative period prior to launch of the offer. Normally, the value will be calculated based on the volume weighted average price (vwap) of the share during the last three trading days. Further, only trades entered into using the trading system of Oslo Børs will be normally included in basis for the vwap. Shorter or longer period for observation of trading prices may be used if this clearly provides a more representative basis for the value.

Hence, the principals set out in your email will be used when establishing the number of BW LPG shares to be included in the Partial Share Alternative of a the voluntary offer that satisfies the requirements of a mandatory offer.

E-post fra BW LPG 21. oktober 2016:

Many thanks for the below. Could you however please clarify that the value calculation (normally) shall be based on the volume weighted average price (vwap) of the share during the last three trading days prior to approval of the offer document (and not at the time of which the offer is made)?

I.e., so that if the offer document is approved on 28 October, then the amount to be offered under the Cash Alternative will be calculated based on the volume weighted average share price of the BW LPG share on 25, 26 and 27 October?

It will be necessary to have some time to get the guarantee in place etc.

The principal for such offer is that the alternative consideration (the shares) must be of equivalent value compared to the mandatory consideration (the NOK cash). Consequently the two alternatives must be equivalent at the time when the offer is made.

Therefor the assessment must include all present relevant data at the time when the offer is made. The time of approval is in this respect not relevant.

In practical terms this offer should be approved after close of trading and must be made prior to commencement of trading the next trading day.

If the offer is approved after close of trading on 28 October, the assessment of offer price will include the vwap for the trading days 26, 27 and 28 October and must be made prior to commencement of trading on 31 October.

E-post fra Oslo Børs 24. oktober 2006:

The principal for such offer is that the alternative consideration (the shares) must be of equivalent value compared to the mandatory consideration (the NOK cash). Consequently the two alternatives must be equivalent at the time when the offer is made.

Therefor the assessment must include all present relevant data at the time when the offer is made. The time of approval is in this respect not relevant.

In practical terms this offer should be approved after close of trading and must be made prior to commencement of trading the next trading day.

If the offer is approved after close of trading on 28 October, the assessment of offer price will include the vwap for the trading days 26, 27 and 28 October and must be made prior to commencement of trading on 31 October.

5.3 Dispensasjon fra tilbudsplikt

5.3.1 Fred Olsen Energy ASA – dispensasjon fra tilbudsplikt ved fusjon (brev av 13.04.15)

1 Innledning

Det vises til brev av 16. mars 2015 fra Advokatfirmaet Schjødt AS på vegne av Bonheur ASA («Bonheur») der det søkes om dispensasjon fra tilbudsplikt i Fred Olsen Energy ASA («Fred Olsen

Energy”) jf. verdipapirhandeloven (”vphl.”) § 6-2 (3), samt e-mail med ytterligere informasjon mottatt 24. mars 2015.

Bonheur eier 25,96 % av aksjene i Fred Olsen Energy. Ganger Rolf ASA («Ganger Rolf») eier 25,96 % av aksjene i Fred Olsen Energy.

Det vurderes å foreslå fusjon mellom Bonheur og Ganger Rolf med Bonheur som det overtakende selskap. Gjennomføring av fusjonen vil medføre at Bonheur vil øke sin eierandel til 51,92 %.

Bonheur, Ganger Rolf og Fred Olsen Energy er alle notert på Oslo Børs.

Fusjonen utløser tilbudsplikt ved at Bonheur erverver aksjer i Fred Olsen Energy og øker sin eierandel fra 25,96 % til 51,92 %.

Søknaden om dispensasjon er basert på forutsetning om at tilbudsplikt vil utløses ved etterfølgende erverv av ytterligere aksjer i Fred Olsen Energy som øker stemmeandelen, alternativt at det settes som betingelse at det må fremsettes pliktig tilbud ved slikt erverv.

Eierstruktur

- Bonheur og Ganger Rolf er begge kontrollert av Fred Olsen-familien
- Bonheur eier 62,66 % av aksjene i Ganger Rolf
- Ganger Rolf eier 20,7 % av aksjene i Bonheur
- Utover dette har Bonheur og Ganger Rolf tilnærmet identiske eierdeler

Mer detaljert informasjon om eierskapet er inntatt i Bilag 1 – Eierskap Bonheur og Ganger Rolf. Selskapskart som viser eierandeler før og etter fusjonen er inntatt i Billag 2 - Selskapskart som viser eierandeler før og etter fusjonen.

Videre har Bonheur og Ganger Rolf praktisert en ordning der selskapene har identisk styresammensetning.

Lovbestemmelser

Vphl. § 6-1 om tilbudsplikt ved erverv av aksjer lyder:

«Den som gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer mer enn 1/3 av stemmene i et norsk selskap hvis aksjer er notert på norsk regulert marked (notert selskap), plikter å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet.»

Etter vphl. § 6-1 (6) utløses tilbudsplikt ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med:

“Første ledd gjelder tilsvarende ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med etter § 6-5, når erververen alene eller sammen med en eller flere av de nærstående passerer tilbudspliktgrensen som følge av ervervet. “

Det søkes om dispensasjon under henvisning til at fusjonen ikke innebærer kontrollskifte over den samlede aksjeposten på 51,92 % i Fred Olsen Energy.

Hjemmelen for vedtak om dispensasjon fremkommer av vphl. § 6-2 (3):

«Tilbudsmyndigheten kan i særlige tilfeller gjøre unntak fra tilbudsplikten ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med etter § 6-5, jf. § 6-1 sjetten ledd.»

2 Disposisjon fra tilbudsplikt

Etter vphl. § 6-1 (6) utløses tilbudsplikt ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med når erververen passerer tilbudspliktgrensen. Oslo Børs, i egenskap av tilbudsmyndighet, kan i særlige tilfeller gjøre unntak fra tilbudsplikt ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med, jf. vphl. § 6-2 (3). I forarbeidene, NOU 2005: 17 og Ot.prp. nr. 34 (2006-2007), er det om dispensasjonsvurderingen uttalt at det skal legges vekt på om overdragelsen utgjør et kontrollskifte, eller kan utgjøre et ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte.

Det er opplyst at det ikke foreligger bestemmelser i vedtektene i noen av de involverte selskapene, om stemmerettsbegrensninger eller utvidet stemmerett, som medfører at stemmene avviker fra eierskapet til aksjer.

Unntak fra tilbudsplikt ved interne erverv etter vphl. av 1997

Kompetansen for tilbudsmyndigheten til å vedta unntak fra tilbudsplikt ved interne erverv ble innført fra 1. januar 2008, ved vphl. av 2007. Etter vphl. av 1997 ble visse interne erverv ansett som unntatt etter innskrenkende fortolkning av reglene om tilbudsplikt. Grunnlaget for dette var uttalelser i forarbeidene. Kjerneområdet for slikt unntak var overføringer til heleid datterselskap opprettet for formålet. Etter konkrete vurderinger ble området for unntak i viss grad utvidet ved bla. å omfatte overdragelser mellom selskaper eid av samme fysiske person. Oslo Børs har gitt uttrykk for (i Vedtak og uttalelser s. 141 – Solstad Offshore), og i en viss grad Børsklagenemnden (i Vedtak og uttalelser s. 70 – Wilson), at unntaket etter 1997-loven ikke omfattet overdragelser til deleide datterselskaper. I Solstad Offshore saken var eierandelen ca. 73 %.

Unntak fra tilbudsplikt ved interne erverv etter søknad

Ved vphl. av 2007 ble ordningen med innføringen av kompetanse for tilbudsmyndigheten til å gi unntak valgt i stedet for å videreføre en rettstilstand hvor relativt klar lovtekst tolkes innskrenkende.

Bakgrunnen for kompetansen til å innvilge dispensasjon er omtalt i forarbeidene, NOU 2005:17 side 26:

«Utvalget viser til at tilbudspliktreglene ikke bør forhindre hensiktsmessig restrukturering av selskaper. På den annen side er utvalget bekymret for å lage unntaksregler som innebærer en uthuling av tilbudsplikten gjennom unntak som reelt åpner for kontrollskifte uten tilbudsplikt ved enkeltstående overdragelser eller overdragelser som ledd i en kjede av transaksjoner.

Når det gjelder overdragelser innenfor konsern, er utvalget av den oppfatning at tilbudsplikt normalt ikke bør inntre ved overføring av aksjer til et heleid datterselskap opprettet for dette formål. Det kan også tenkes tilfeller der det bør kunne gjøres unntak fra tilbudsplikt også ved andre overdragelser innen konsolidert gruppe etter vphl. § 1-4 nr. 3 og 4. Det er for det første et spørsmål om man i tråd med børsens uttalelse referert ovenfor bør kunne unnta overdragelser til heleid datterselskap hvis vesentlige virksomhet er en annen enn å eie de noterte aksjene, samt overføringer til datterselskaper kontrollert gjennom lavere eierandeler enn 100 prosent og mellom konsernselskap med slik tilknytning.»

Oslo Børs er av den oppfatning at det etter forarbeidene åpnes for unntak fra tilbudsplikt ved overdragelser mellom konsernselskaper som ikke er heleide dersom særlige forhold tilsier det.

Børsklagenemnden har i sak 2/2010 – Rieber & Søn – gjengitt i Vedtak og uttalelser 2010 s. 79, uttalt seg om forholdet til den tidligere rettstilstanden:

«Tidligere praksis har interesse som bakgrunn for iverksettelsen av den lovhjemlede dispensasjonsadgangen, men det er anvendelsen av den nye lovregelen og utøvelsen av det skjønn forarbeidene gir anvisning på, som vil være avgjørende.»

Nevnes også at forarbeidene skiller mellom tilfeller der grunnlaget for konsolidering er forpliktende samarbeid og konserner. Ved forpliktende samarbeid er det uttalt at det normalt ikke vil være grunnlag for dispensasjon fra tilbudsplikt, NOU 2005:17 side 26 og 27:

«De hensyn som kan begrunne unntak fra tilbudsplikten ved overdragelser innen konsern, vil sjelden være like sterke ved overdragelser innen grupper som er konsolidert på grunnlag av forpliktende samarbeid. Mulighetene for at slike overdragelser utgjør omgåelser av tilbudsplikten er også sterkere. Utvalget antar derfor at unntak fra tilbudsplikten i slike tilfeller sjelden vil være aktuelt.»

[...]

Utvalget vil presisere at unntaksadgangen vil være snevrere ved konsolidering på bakgrunn av personlig nærstående eller forpliktende samarbeid enn ved overdragelser innen konsoliderte grupper etter vphl. § 1-4 nr. 3 og 4, fordi de hensyn som tilsier at det gjøres unntak i mindre grad vil være til stede når konsolidering skjer på bakgrunn av personlig nærstående eller forpliktende samarbeid.»

Forholdet til videre oppkjøpsmulighet

Børsklagenemnden har uttalt at ved vurdering av dispensasjon fra tilbudsplikt skal det tas hensyn til mulighetene for videre oppkjøp, sak 2/2010 – Rieber & Søn – gjengitt i Vedtak og uttalelser 2010 s. 79:

«Børsklagenemnden legger imidlertid vesentlig vekt på følgende forhold: Konsolidering i seg selv utløser ikke tilbudsplikt. Dette åpner for at en konsolidert gruppe vil kunne etableres med eierskap over de lovbestemte grenser uten at det utløser tilbudsplikt. Dette vil igjen kunne gjøre det mulig for deltakere i den konsoliderte gruppen å foreta videre oppkjøp dersom det gis dispensasjon til omorganisering. Etablering av Newco vil åpne for at den konsoliderte gruppen vil kunne kjøpe seg opp med inntil 83,33 prosent i selskapet, herunder passere 2/3 eierskap, uten å utløse tilbudsplikt. Ved å gi dispensasjon muliggjør man altså videre oppkjøp i denne gruppen langt utover hva de vil ha anledning til innenfor nåværende struktur.»

Betinget vedtak om dispensasjon fra tilbudsplikt

Forarbeidene til dispensasjonshjemmelen gir uttrykk for at tilbudsmyndigheten kan sette vilkår for dispensasjon, herunder i form av inntreden av tilbudsplikt ved senere begivenheter, NOU 2005:17 side 27:

«Tilbudsmyndigheten kan i tråd med alminnelige forvaltningsrettslige regler sette vilkår for slikt unntak, for eksempel om at tilbudsplikten utløses av en senere overdragelse av aksjene i det mellomliggende selskap eller annen senere transaksjon som gir dette karakter av kontrollskifte.»

Hensynene bak dispensasjonsadgangen

Om hensynene bak dispensasjonsadgangen uttaler Børsklagenemnden i sak 2/2010 – Rieber & Søn – gjengitt i Vedtak og uttalelser 2010 s. 79:

«De påtenkte transaksjoner gjøres for å forenkle eierskapet. Det må sies å ha vært en hovedhensikt med dispensasjonsadgangen at tilbudspliktsreglene ikke bør forhindre hensiktsmessig restrukturering av selskaper, jf. NOU 2005:17 side 27. Dette må avveies mot at reglene om tilbudsplikt skal være effektive.»

3. Vurdering av dispensasjon fra tilbudsplikt for Bonheur

Vphl. § 6-2 (3) åpner for dispensasjon fra tilbudsplikt ved overdragelser mellom konsernselskaper med lavere eierandel enn 100 %.

Skjønnskemaet er om «overdragelsen utgjør et kontrollskifte, eller kan utgjøre et ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte», NOU 2005:17 side 27.

Endringen i kontroll over Fred Olsen Energy

I dag er situasjonen at hver av Bonheur og Ganger Rolf eier 25,96 % av aksjene i Fred Olsen Energy. Bonheur kontrollerer Ganger Rolf gjennom eierskap til 62,66 % av aksjene. (Ganger Rolf eier 20,7 % av aksjene i Bonheur.) Den konsoliderte gruppen bestående av Bonheur og Ganger Rolf kontrollerer samlet 51,92 % av stemmene i Fred Olsen Energy. Gjennomføring av fusjonen vil medføre at Bonheur vil øke sin direkte eierandel i Fred Olsen Energy til 51,92 %. Endringen er således at Bonheur styrker sin allerede etablerte kontroll over posten på 51,92 %, ved at alle aksjene eies direkte.

Forholdet til tilbudsplikt i Fred Olsen Energy før fusjonen

Hver av Bonheur og Ganger Rolf eier 25,96 % av aksjene i Fred Olsen Energy. Ganger Rolf er et datterselskap av Bonheur (62,66 %). Selskapene utgjør dermed en konsolidert gruppe. På konsolidert basis kan gruppen erverve ytterligere aksjer uten at tilbudsplikt utløses, da gruppen har eid over 50 % av aksjene fra noteringen av Fred Olsen Energy i 1997. Derimot vil hver av Bonheur og Ganger Rolf utløse tilbudsplikt alene ved erverv som passerer 1/3 av stemmene. Slikt sett vil gruppen kunne erverve inntil 2/3 av aksjene uten å utløse tilbudsplikt, ved at hver av selskapene erverver inntil 1/3 av aksjene.

Videre oppkjøpsmulighet etter gjennomføring av fusjonen

Etter reglene om etterfølgende tilbudsplikt, vphl § 6-6 (2), vil aksjonær som har passert terskel tilbudsplikt på en måte som ikke utløser tilbudsplikt, utløse etterfølgende tilbudsplikt ved ytterligere erverv som øker stemmeandelen.

Oslo Børs har, jfr. Vedtak og uttalelser 2008 s. 123 – Dof Subsea og Børsklagenemden har i sak 2/2010 – Rieber & Søn – gjengitt i Vedtak og uttalelser 2010 s. 79, gitt uttrykk for at passering av terskel i medhold av dispensasjon ikke er en slik passering av terskel som vphl. § 6-6 (2) viser til, slik at reglene om etterfølgende tilbudsplikt ikke kommer til anvendelse. Dette er senere blitt noe modifisert av Oslo Børs i Vedtak og uttalelser 2011 s. 176 – Aker Floating og senere saker. Selv om erverv ved dispensasjon i seg selv ikke skal ansees som passering av terskel etter regelen om etterfølgende tilbudsplikt, må det også sees hen til avhenderens posisjon i forhold til tilbudsplikt. Et slik kontinuitetsprisipp innebærer bla. at dersom selgeren var i posisjon til å utløse etterfølgende tilbudsplikt (eller gjentatt tilbudsplikt ved passering av 40 % eller 50 %) vil denne posisjonen videreføres hos erverver i medhold av dispensasjon. Situasjonen er imidlertid her slik at hverken Bonheur eller Ganger Rolf har alene passert terskel for tilbudsplikt. Ganger Rolf vil utløse tilbudsplikt ved passering av 1/3 alene. Ved eventuell overdragelse av aksjeposten på 25,96 %, fra Ganger Rolf til Bonheur i medhold av dispensasjon, vil Bonheur passere 1/3 terskelen. Bonheur vil gjennom et slikt erverv styrke sin kontroll over Fred Olsen Energy ved at hele posten eies direkte.

Bonheur har gitt uttrykk for at en eventuell dispensasjon fra tilbudsplikt skal være basert på at Bonheur vil utløse tilbudsplikt ved ethvert etterfølgende erverv av ytterligere aksjer, herunder at dette kan settes som betingelse.

I de tidligere saker der Oslo Børs har uttalt seg om kontinuitetvirkningene ved dispensasjon, har det vært avhendelsens posisjon alene i forhold til etterfølgende og gjentatt tilbudsplikt som har vært relevant. I den nevnte Aker Floating-saken var f.eks. forholdet slik at avhender etter overgangsreglene var unntatt fra reglene om gjentatt tilbudsplikt. Tilsvarende posisjon ble ansett å gjelde for erverver i medhold av dispensasjon. I denne saken eier begge partene i den konsoliderte gruppen poster under 1/3-terskelen. På konsolidert basis er gruppen unntatt etterfølgende tilbudsplikt.

Gjennom fusjonen styrker Bonheur sin kontroll over Fred Olsen Energy. Hensynet til minoritetsaksjonærene kan derfor tilsi at tilbudsplikt utløses dersom Bonheur ytterligere øker sin kontroll, gjennom ytterligere erverv som øker stemmeandelen. Søknaden fra Bonheur er basert på denne forutsetning. Dette gjøres best ved at dette settes som betingelse for dispensasjonen.

Restrukturering av Bonheur-konsernet

Det er opplyst at fusjonen vurderes for å etablere en mer hensiktsmessig selskaps- og eierstruktur og forenkle prisingen i markedet.

Tilbudspliktreglene bør, i den grad det er mulig innenfor hensynet til minoritetsaksjonærene, ikke hindre hensiktsmessig restrukturering av selskaper. Ønsket om muligheten for restrukturering må avveies mot tilbudspliktreglenes effektivitet.

Bonheur og Ganger Rolf har en spesiell selskapsstruktur. Selskapene sees derfor gjerne på som «tvillingselskaper». Selskapene har samme virksomhet gjennom at de har tilnærmet identiske eiendeler (bortsett fra aksjer som utgjør krysseie). Styrene i selskapene består av de samme personene. Selskapene eier betydelige aksjeposter i hverandre – krysseie. (Bonheur eier 62,66 % i Ganger Rolf, som igjen eier 20,7 % i Bonheur.) Denne særegne strukturen har vært praktisert over en lang periode.

For minoritetsaksjonærene i Fred Olsen Energy er ikke gjennomføringen av fusjonen et kontrollskifte. Bonheur har, før og etter fusjonen, kontroll over 51,92 % av stemmene. Endringen består i at Bonheur oppnår direkte kontroll over denne andel av stemmene, mens før var kontrollen indirekte gjennom eierskap av 62,66 % i det mellomliggende eierselskapet (Ganger Rolf) for 25,96 % av stemmene. Dette representerer en styrking av kontroll for Bonheur. Den etablerte, langvarige "tvilling strukturen" antas å modifisere dette noe.

I dag er situasjonen til minoritetsaksjonærene i Fred Olsen Energy, at den konsoliderte gruppen, bestående av Bonheur og Ganger Rolf, kan erverve ytterligere aksjer uten at tilbudsplikt utløses. Gruppen vil kunne erverve inntil 2/3 av aksjene uten å utløse tilbudsplikt, ved at hver av selskapene erverver inntil 1/3 av aksjene. Dersom dispensasjon fra tilbudsplikt innvilges, slikt tilbudsplikt for Bonheur etableres ved ytterligere erverv som øker stemmeandelen, vil interessene til minoritetsaksjonærene i Fred Olsen Energy ivaretas.

Oslo Børs mener at det foreligger slike særlige grunner at det kan gis dispensasjon fra tilbudsplikten etter vphl. § 6-2 (3) for ervervet gjennom fusjonen.

Oslo Børs, i egenskap av tilbudsmyndighet, har på denne bakgrunn fattet følgende vedtak:

Det gis, etter vphl. § 6-2 (3), dispensasjon fra tilbudsplikt, til erverv av aksjer i Fred Olsen Energy ASA, for Bonheur ASA gjennom fusjon med Ganger Rolf ASA.

Ved ytterligere erverv av aksjer som øker stemmeandelen utløses tilbudsplikt, herunder erverv foretatt av nærstående.

Bonheur ASA skal sørge for at det ved alminnelig børsmelding offentliggjøres at Oslo Børs, i egenskap av tilbudsmyndighet, har vedtatt å gi dispensasjon etter vphl. § 6-2 (3) for ervervet.

Vi gjør for ordens skyld oppmerksom på at vedtaket kan påklages av andre med rettslig klageinteresse.

Bilag 1: Eierskap og styringstruktur Bonheur og Ganger Rolf

Bonheur ASA

Fred Olsen-familien har en samlet indirekte eierandel i Bonheur på 52,40 %, hvorav

- 52,09 % eies gjennom selskapene
- Invento AS – 29,47 %
- AS Quatro – 20,67 %
- Trassey Shipping Limited – 1,95 %
- øvrig 0,31 % eies direkte og indirekte av enkelte familiemedlemmer utenom overnevnte selskaper.

Ganger Rolf eier 20,7 % av aksjene i Bonheur

Øvrige aksjer, omlag 27 %, er eid av andre aksjonærer

Ganger Rolf ASA

Bonheur eier 62,66 % av aksjene i Ganger Rolf

Invento AS og AS Quatro eier til sammen 2,22 %

Enkelte familiemedlemmer har i tillegg samlet 0,17 %

Øvrige aksjer, omlag 35 %, er eid av andre aksjonærer

Eiendeler Bonheur og Ganger Rolf

Det er opplyst at Bonheur og Ganger Rolf i dag har praktisk talt identiske eiendeler.

Bonheur og Ganger Rolf eier 50 % hver av en rekke selskaper, samt 6,31 % hver av Koksa Eiendom og 25,96 % hver av Fred Olsen Energy.

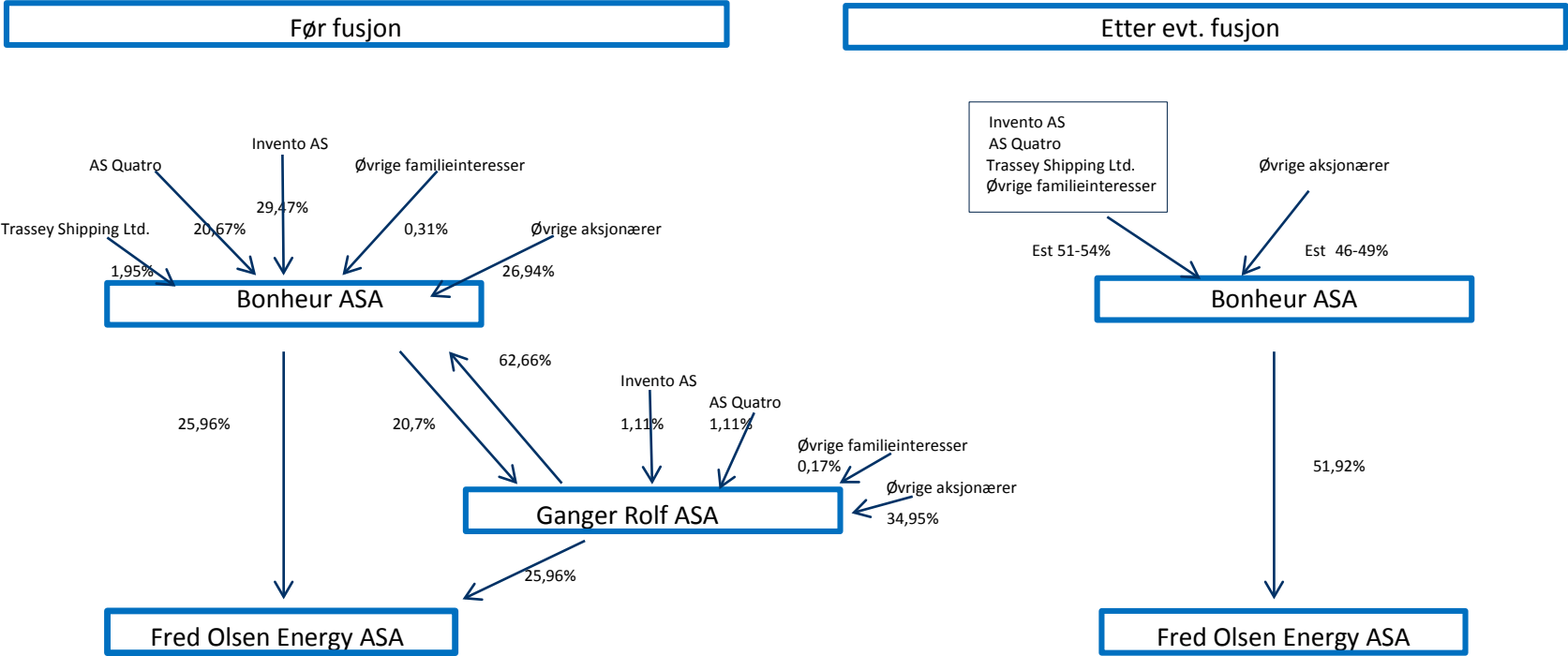
Den eneste forskjellen i eiendeler er at Bonheur eier alle aksjene i Laksa II AS, mens Ganger Rolf eier alle aksjene i Laksa AS. Disse selskapene er opplyst til å ha svært liten verdi. Det er opplyst at Bonheur har noe mer kontanter/andre omløpsmidler enn Ganger Rolf.

Styresammensetning

Bonheur og Ganger Rolf har identisk styresammensetning

«Tvillingstrukturen» – med identisk virksomhet og eiendeler, krysseie og felles styresammensetning har hvert praktisert over en lang periode.

Bilag 2- Selskapskart som viser eierandeler før og etter fusjonen



5.3.2 Rem Offshore ASA – dispensasjon fra tilbudsplikt ved konserninterne overdragelser (brev av 08.07.16)

1 Innledning

Det vises til brev av 24. juni 2016 fra Wikborg, Rein & Co. Advokatfirma på vegne av Åge Remøy og selskaper kontrollert av ham der det søkes om dispensasjon fra tilbudsplikt i Rem Offshore ASA («**REM**») i tilknytning til finansiell restrukturering av REM og dets datterselskaper. Søknad om dispensasjon gjelder tilbudsplikt for et nytt holdingselskap NewCo AS' («**NewCo**») erverv av aksjer i REM fra Remy AS («**Remy**»), jf. verdipapirhandeloven («**vphl.**») § 6-2 (3).

Åge Remøy kontrollerer i dag 78,64 % av aksjene og stemmene i REM gjennom forskjellige selskaper.

Når det gjelder eventuelle etterfølgende erverv er det i søknaden lagt til grunn at NewCo vil overta den posisjon som Remy har i forhold til reglene om tilbudsplikt per overdragestidspunktet.

2 Faktiske forhold

Åge Remøy kontrollerer i dag 78,64 % av aksjene og stemmene i REM gjennom følgende konsoliderte gruppe:

- Remy, 13.497.282 aksjer tilsvarende 66,43 %
- Barentz AS («**Barentz**»), 515.184 aksjer tilsvarende 2,54 %
- Rem Invest AS («**Rem Invest**»), 1.794.548 aksjer tilsvarende 8,83 %
- Rem Maritime Eiendom AS («**Rem Maritime Eiendom**») 170.049 aksjer tilsvarende 0,84 %

Konsolidert eierandel på 78,64 % ble oppnådd ved gjennomføring av pliktig tilbud fra Remy den 16. januar 2014, der Remy oppnådde en eierandel på 66,43 % i REM. Det er opplyst at det ikke er ervervet ytterligere aksjer i REM av noen av partene i den konsoliderte gruppen etter gjennomføringen av det pliktige tilbudet.

Remy er 100 % eid av Barentz. Barentz er eid av Åge Remøy, hans fire voksne barn, hvor Åge Remøy eier 10 % (A-aksjer) og resterende 90 % (B-aksjer) er eid av hans barn. I henhold til vedtektene for Barentz har A-aksjene 27 stemmer på generalforsamlingen, mens B-aksjene har 1 stemme. Dette innebærer at A- aksjene (10 % av utstedt kapital) innehar 75 % av stemmene i generalforsamlingen.

I tillegg til Remy og Barentz, inngår Rem Invest og Rem Maritime Eiendom i den konsoliderte gruppen. Rem Invest er eid av Remøy Fiskeriselskap AS som igjen er eid av Barentz. Rem Maritime Eiendom er eid 52 % av Åge Remøy og de resterende 48 % er eid av hans fire voksne barn.

I forbindelse med den planlagte restruktureringen vurderes muligheten for å reorganisere dagens eierskap gjennom overføring av de 13.497.282 aksjer i REM som eies av Remy til NewCo gjennom kapitalforhøyelse med tingsinnskudd på NOK 11,74 millioner. NewCo vil være 100 % eid av Remy.

Videre vil Remy tegne aksjer i NewCo gjennom kontantinnskudd på NOK 40 millioner.

I tillegg tilsiktes at det i NewCo skal gjennomføres en rettet emisjon mot Barentz på NOK 110 millioner slik at NewCo etter dette vil eies 32,1 % av Remy og 67,9 % av Barentz. Det vurderes parallelt å sette ned opprinnelig kapital i NewCo fra NOK 30 000 til NOK 0 med utdeling til Remy før selskapet igjen oppkapitaliseres gjennom nevnte tingsinnskuddsemisjon og kontantemisjoner. I slikt tilfelle vil eierfordelingen være 32 % til Remy og 68 % til Barentz.

Barentz eier i dag 100 % av aksjene i Remy, men vil etter gjennomføringen av kontantemisjonene i NewCo også eie 67,9 % av aksjene i NewCo.

Aksjepostene i REM eid av Barentz, Rem Invest og Rem Maritime Eiendom vil ikke overføres til NewCo, men vil fortsatt konsolideres med aksjer eid av NewCo (tidligere eid av Remy), slik at en ny konsolidert gruppe bestående av NewCo (66,43 %), Barentz (2,54 %), Rem Invest (8,83 %) og Rem Maritime Eiendom (0,84 %) vil oppstå og kontrollere 78,64 % av aksjene og stemmene i REM. Eierandelen i REM opprettholdes med dette på 78,64 %, svarende til dagens situasjon.

Den planlagte reorganiseringen av eierskapet i nevnte selskaper har sammenheng med omfattende pågående finansiell restrukturering av REM og dets datterselskaper. Proveny fra kontantemisjonene i NewCo, NOK 150 millioner, vil benyttes til å tegne aksjer i REM i en rettet emisjon for å styrke selskapets egenkapital.

Videre har REM i den sammenheng blant annet igangsatt en prosess mot obligasjonseierne i selskapets to obligasjonslån, 1) REM Offshore ASA 13/18 FRN med ISIN NO0010672835 og 2) Rem Offshore ASA 14/19 med ISIN NO0010720238, med sikte på dels å foreta en konvertering av obligasjoner til aksjer i REM. Etter konverteringen skal gjenværende obligasjonslån erstattes av et nytt obligasjonslån som dels vil bli gjenstand for tilbakekjøp fra selskapets side. Det er også planlagt en rettet emisjon i REM mot Vard Group AS som vederlag for kansellering av en nybyggingskontrakt, samt en betinget reparasjonsemisjon i REM mot eksisterende aksjeeiere for å ivareta likebehandling. Gjennomføring av disse forslag forutsetter vedtak i kommende generalforsamling og obligasjonseiermøte. Forutsatt full konvertering av gjeld og fulltegning i eventuell reparasjonsemisjon i REM vil NewCo eie ca. 50,6 % i REM (mot 66,43 % før).

Emisjonene i NewCo tilsiktes gjennomført før konverteringen av gjeld og emisjoner i REM.

Detaljert informasjon om eierskapet i den konsoliderte gruppen er inntatt i bilag 1 som viser eierskapet før og etter opprettelse av NewCo (men før konvertering av gjeld og emisjoner i REM).

3 Vurdering av dispensasjon

Etter vphl. § 6-1 (6) utløses tilbudsplikt ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med etter vphl. § 6-5 når erververen passerer tilbudspliktgrensen. Oslo Børs, i egenskap av tilbudsmyndighet, kan i særlige tilfeller gjøre unntak fra tilbudsplikt ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med, jf. vphl. § 6-2 (3). I forarbeidene, NOU 2005: 17 og Ot.prp. nr. 34 (2006-2007), er det om dispensasjonsvurderingen uttalt at det skal legges vekt på om overdragelsen utgjør et kontrollskifte, eller kan utgjøre et ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte.

Ettersom NewCo vil være et nystiftet selskap som i dag ikke eier noen aksjer i REM, vil NewCo i utgangspunktet utløse tilbudsplikt etter vphl. § 6-1 (1) ved ervervet av aksjene fra Remy ved at NewCo vil erverve 66,43 % av aksjene i REM, altså over 1/3 av aksjene i REM, jf. vphl. § 6-1 (6).

NewCo vil være å anse som nærstående til både Remy og Barentz, jf. vphl. § 6-5, jf. § 2-5 nr. 3. NewCos erverv av aksjer i REM fra Remy vil således utgjøre et erverv fra noen som vedkommende er identifisert med i relasjon til verdipapirhandelloven § 6-2 (3).

Første ledd i overføringen av REM-aksjene er at disse overføres fra Remy til det nystiftede holdingselskapet NewCo. En slik overføring til heleid datterselskap innebærer isolert sett ikke et kontrollskifte eller fremstår å være et ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte. Videre reorganiseres eierskapet av NewCo slik at dette selskapet vil eies Remy med 32 % og av Barentz

med 68 %. Barentz eier i dag og vil fortsatt eie Remy med 100 %, og er igjen direkte kontrollert av Åge Remøy. Åge Remøy innehar 10 % av kapitalen i Barentz, men innehar 75 % av stemmene.

Oslo Børs er av den oppfatning at reorganiseringen ikke vil endre på dagens kontrollsituasjon ved at aksjene som overføres til NewCo etter overføringen fortsatt vil kontrolleres av henholdsvis Remy og Barentz, sågar med identisk kontrollnivå gjennom indirekte kontroll fra Åge Remøy. Det anses i en slik sammenheng ikke å være vesentlig at Barentz direkte vil kontrollere NewCo da Barentz etter dagens eierstruktur indirekte har full kontroll over den aksjeposten som blir overført til NewCo gjennom 100 % eierskap til Remy.

Utover nevnte stemmerettsfordeling i Barentz der Åge Remøy kontrollerer 75 % av stemmene, er det ikke opplyst om bestemmelser i vedtektene i noen av de involverte selskapene som innebærer stemmerettsbegrensninger eller utvidet stemmerett som medfører at stemmene avviker fra eierskapet.

Oslo Børs er på bakgrunn av ovennevnte av den oppfatning at NewCos erverv av aksjer i REM fra Remy ikke innebærer et kontrollskifte eller å være et ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte.

Oslo Børs mener at det foreligger slike særlige grunner at det kan gis dispensasjon fra tilbudsplikten etter vphl. § 6-2 (3) for ervervet av aksjer ved emisjon.

4 Vurdering av etterfølgende tilbudsplikt

Etter reglene om etterfølgende tilbudsplikt, vphl. § 6-6 (2), vil en aksjeeier som har passert terskelen for tilbudsplikt på en måte som ikke utløser tilbudsplikt, utløse etterfølgende tilbudsplikt ved ytterligere erverv som øker stemmeandelen.

Oslo Børs har, jf. Vedtak og uttalelser 2008 s. 123 – Dof Subsea og Børsklagenemden har i sak 2/2010 – Rieber & Søn – gjengitt i Vedtak og uttalelser 2010 s. 79, gitt uttrykk for at passering av terskel i medhold av dispensasjon ikke er en slik passering av terskel som vphl. § 6-6 (2) viser til, slik at reglene om etterfølgende tilbudsplikt ikke kommer til anvendelse. Dette er senere blitt noe modifisert av Oslo Børs i Vedtak og uttalelser 2011 s. 176 – Aker Floating og senere saker. Selv om erverv ved dispensasjon i seg selv ikke skal anses som passering av terskel etter regelen om etterfølgende tilbudsplikt, må det også sees hen til avhenderens posisjon ved vurdering av tilbudsplikten. Et slikt kontinuitetsprinsipp innebærer blant annet at dersom avhenderen var i posisjon til å utløse etterfølgende tilbudsplikt (eller gjentatt tilbudsplikt ved passering av 40 % eller 50 %) vil denne posisjonen videreføres hos erverver i medhold av dispensasjon.

Konsolidert eierandel på 78,64 % ble oppnådd ved gjennomføring av pliktig tilbud den 16. januar 2014 der Remy oppnådde en eierandel på 66,43 % i REM. Det er opplyst at på det tidspunktet hadde Remy allerede passert terskelen for 50 % eierskap i REM, samt at det ikke er ervervet ytterligere aksjer i REM av noen av partene i den konsoliderte gruppen etter gjennomføringen av det pliktige tilbudet.

Konsekvensen av det overnevnte kontinuitetsprinsipp i denne saken vil være at NewCo etter ervervet av aksjene i REM med hensyn til reglene om tilbudsplikt vil stå i samme stilling som Remy før overdragelsen. NewCo overtar med dette den posisjonen som Remy har i dag. Dette innebærer også videreføring av den konsoliderte gruppens, som Remy inngår i, stilling i forhold til utløsning av tilbudsplikt ved senere erverv.

Børsens vurdering av forholdet til etterfølgende tilbudsplikt er ikke omfattet av dispensasjonsmyndigheten, men utgjør kun en uttalelse om lovtolkningsspørsmål.

5 Vedtak

Oslo Børs, i egenskap av tilbudsmyndighet, har på denne bakgrunn fattet følgende vedtak:

Det gis, etter vphl. § 6-2 (3) dispensasjon fra tilbudsplikt til erverv av 13.497.282 aksjer i REM Offshore ASA, for NewCo AS gjennom erverv fra Remy AS ved emisjon. Overdragelsen må gjennomføres innen 31. desember 2016.

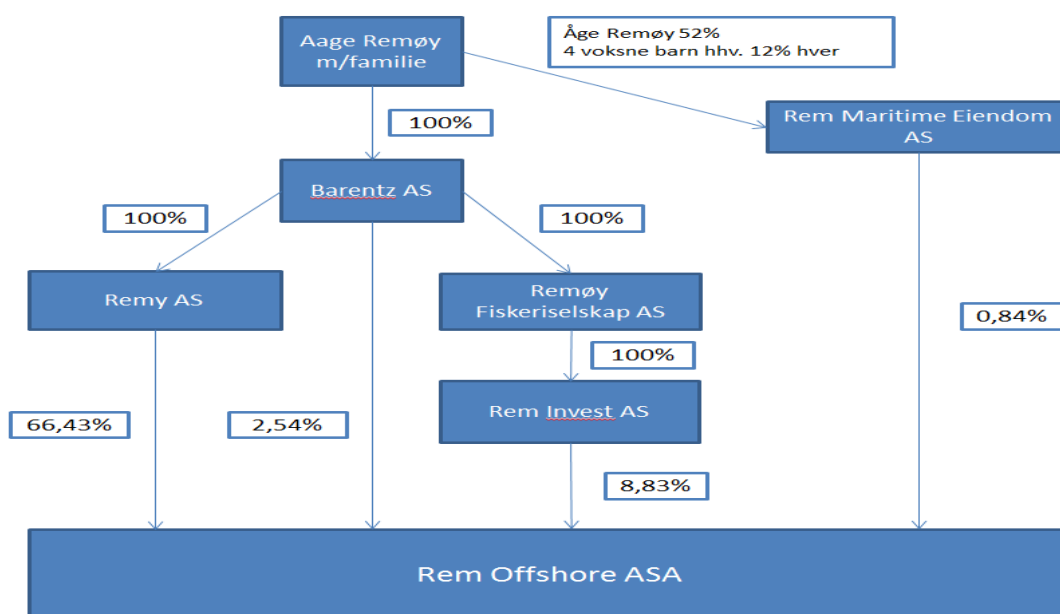
Etter at overdragelse ved emisjon vedtas skal NewCo AS sørge for at vedtaket umiddelbart offentliggjøres ved alminnelig børsmelding, i medhold av dispensasjonen. Oslo Børs skal samtidig gis beskjed om offentliggjøringen. Vedtaksbrevet for dispensasjonen vil offentliggjøres i sin helhet straks brevet er meddelt selskapet.

Vi gjør for ordens skyld oppmerksom på at vedtaket kan påklages av andre med rettslig klageinteresse.

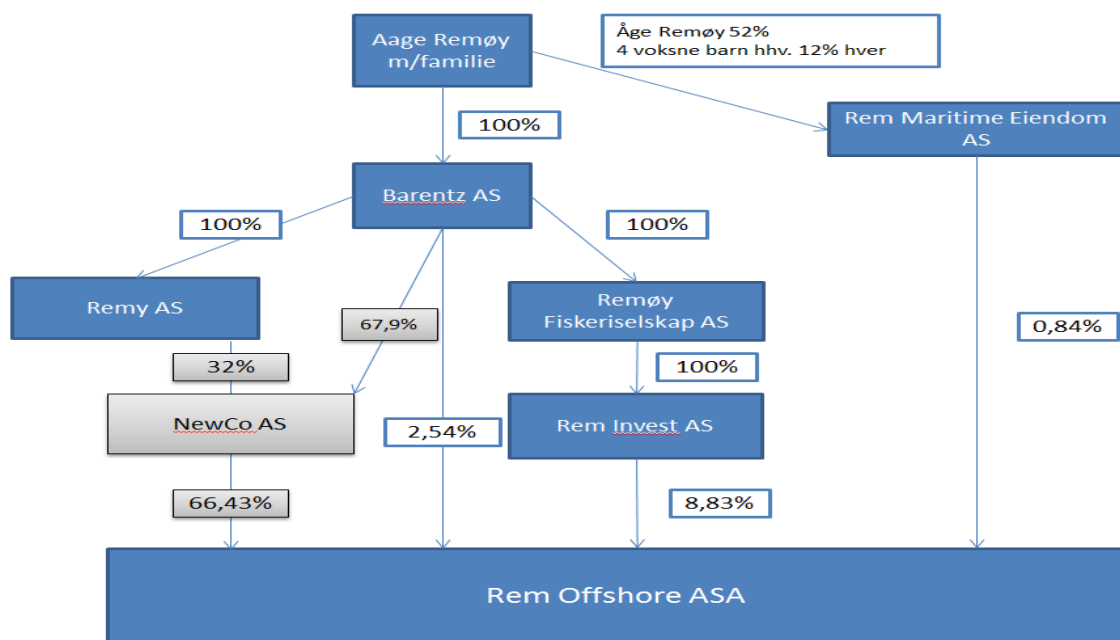
Det bes om tilbakemelding til Børsen dersom nevnte reorganisering ikke gjennomføres. Det bemerkes at dispensasjonen fra tilbudsplikt er gitt på bakgrunn av de opplysninger som er gitt i søknaden. Ved endringer i disse forhold må Oslo Børs kontaktes for eventuelt ny vurdering.

Bilag 1

Før opprettelse av NewCo AS:



Etter opprettelse av NewCo AS:



5.3.3 Wallenius Wilhelmsen Logistics ASA – tilbudsplikt og konsolidering (brev av 04.09.16)

1 Innledning

Det vises til brev av 26. august 2016 fra Advokatfirmaet Schjødt på vegne av Soya/Wallenius selskaper, herunder Rederi AB Soya og Wallenius Lines AB, ("OW"), og Advokatfirmaet Wiersholm på vegne av Wilh. Wilhelmsen selskaper, herunder Wilh. Wilhelmsen ASA og Wilh. Wilhelmsen Holding ASA, ("WW"), og møte på Oslo Børs 23. august 2016.

Partene ber om bekreftelse fra Oslo Børs på deres syn om at transaksjonen verken

- (i) utløser tilbudsplikt, eller
- (ii) etablerer en konsolidert gruppe bestående av OW og WW.

Nærmere bestemt er partenes syn at transaksjonen ikke vil utløse tilbudsplikt, jf. unntaket fra tilbudsplikt for erverv i form av vederlag ved fusjon i aksjeselskap i verdipapirhandelloven ("vphl") § 6-2 (1) nr. 3, og at dette bør gjelde selv om fusjonen skjer etter reglene i allmennaksjeloven kap. VII (fusjon over landegrensene).

Videre innebærer partenes syn at transaksjonen ikke faller inn under slike "særlige tilfeller" der tilbudsmyndigheten likevel kan pålegge tilbudsplikt, jf. vphl. § 6-2(2).

Til slutt går partenes syn på at aksjeeieravtalen ikke innebærer at OW og WW konsolideres etter vphl. § 6-5, jf. § 2-5.

2 Vurdering av unntak fra tilbudsplikt etter vphl. § 6-2 – vederlag ved fusjon

Oslo Børs har basert sin vurdering på følgende om fusjonen:

Transaksjonen planlegges gjennomført som en fusjon mellom dagens børsnoterte Wilh. Wilhelmsen ASA ("WWASA") og et 100 % eiet OW-selskap, mest sannsynlig et svensk selskap – "Newco AB"). WWASA vil være det overtakende selskap. OW vil gjennom fusjonen erverve mellom 34-37 % av aksjene i det fusjonerte selskapet. Det fusjonerte selskap vil endre navn til Wallenius Wilhelmsen Logistics ASA ("WWLASA").

Hovedregelen om tilbudsplikt er at *"den som gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer mer enn 1/3 av stemmene i et norsk selskap hvis aksjer er notert på norsk regulert marked (notert selskap), plikter å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet"*, jf. vphl § 6-1 (1).

Etter vphl. § 6-2 (1) nr. 3 inntre imidlertid ikke tilbudsplikt etter vphl. §§ 6-1 og 6-6 ved erverv i form av *"vederlag ved fusjon eller fusjon av aksjeselskap eller allmennaksjeselskap"*.

Unntaket for vederlag ved fusjon er i hovedsak begrunnet i at de selskapsrettslige reglene innebærer et tilstrekkelig vern for aksjeeierne. Ved fusjon gjelder de alminnelige minoritetsvernsregler på vanlig måte. I fusjonssituasjoner foreligger ingen kontrollpremie som bør fordeles på de andre aksjeeierne samtidig som det ikke vil være nødvendig med noen exit-mulighet for aksjeeierne i form av tilbudsplikt.

I det foreliggende tilfellet dreier det seg om en fusjon over landegrensene mellom Norge og Sverige. Allmennaksjeloven ("asal") kap. 13 om fusjoner regulerer fusjoner over landegrensene i underkap. VII. Det nærmere virkeområdet gis i asal § 13-25 (1) og omfatter *"fusjon mellom ett eller flere allmennaksjeselskaper og ett eller flere utenlandske selskaper med begrenset ansvar som har sitt registrerte forretningskontor eller sitt hovedkontor i en annen EØS-stat, og som er underlagt lovgivningen i en annen EØS-stat enn Norge. Et allmennaksjeselskap kan bare fusjoneres med et utenlandsk selskap etter første punktum som har en selskapsform som etter sin stats selskapslovgivning svarer til aksjeselskap eller allmennaksjeselskap."*

Siden Newco AB vil være et aksjeselskap hjemmehørende i Sverige, EØS-stat, svarende til et aksjeselskap etter norsk selskapsrett, legger Oslo Børs til grunn at Newco AB må anses som et aksjeselskap etter vphl. 6-2 (1) nr. 3.

På den bakgrunn legger Oslo Børs videre til grunn at unntaket fra tilbudsplikt for erverv av vederlag ved fusjon av aksjeselskap etter vphl. § 6-2 (1) nr. 3 vil være oppfylt.

I denne sammenheng må det likevel vurderes om vphl. § 6-2 (2) kan komme til anvendelse. Etter bestemmelsen kan tilbudsmyndigheten *"i særlige tilfeller pålegge tilbudsplikt ved erverv som nevnt i første ledd"*. Bestemmelsen er en sikkerhetsventil for å ramme de klare omgåelsestilfeller av tilbudsplikten.

I henhold til forarbeider til bestemmelsen antas det i Ot.prp. nr. 29 (1996-97) s. 69 at slikt pålegg i praksis vil være mest aktuelt i forbindelse med erverv i form av arv, gave eller skifte. Det fremgår av Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s. 364 at man tok sikte på en videreføring av tolkingen og praktiseringen.

Oslo Børs legger til grunn at transaksjonen ikke faller inn under "særlige tilfeller" i vphl. § 6-2 (2).

På bakgrunn av ovennevnte mener Oslo Børs at transaksjonen ikke vil utløse tilbudsplikt, jf. unntaket fra tilbudsplikt for erverv i form av vederlag ved fusjon i aksjeselskap i vphl. § 6-2 (1) nr. 3.

Oslo Børs har basert sin vurdering på følgende om samarbeid mellom OW og WW:

Partene skal stemme for følgende ordninger for valg av styremedlemmer i WWLASA:

Styresammensetning

Valgkomiteen vil bestå av tre medlemmer valgt av generalforsamlingen, der leder skal være uavhengig av styret og øvrige ledende ansatte. Det skal følge av vedtektene for WWLASA og/eller retningslinjene for valgkomiteen at aksjeeiere med mer enn 20 % av aksjene i selskapet skal ha rett til å utpeke ett medlem av valgkomiteen (men ikke lederen).

Styret for WWLASA skal bestå av inntil 9 aksjeeiervalgte medlemmer, og styret skal konstituere seg selv.

Styreleder skal velges fritt av og blant styremedlemmene og uavhengig av om vedkommende er utpekt av OW eller WW.

Forpliktelse til å stemme for valg av styremedlemmer

Så lenge OW og WW hver eier mer enn 20 % av aksjene i WWLASA, skal de ha rett til å utpeke inntil 2 styremedlemmer hver. Hver part skal imidlertid stå fritt til å utpeke hvem disse inntil 2 styremedlemmene skal være, uten klarering eller annen forståelse med den andre part. Styreleder velges fritt av og blant de aksjeeiervalgte styremedlemmer. OW og WW vil som et engangstilfelle avtale hvem som skal være første styreleder i "nye" WWLASA. Det vil ikke være andre bindinger på hvordan henholdsvis OW og WW skal utøve sine aksjeeierrettigheter i generalforsamlinger i WWLASA og heller ikke på hvordan de respektive styremedlemmer skal stemme i styreanliggender.

Lock-up

Lock-up periode for både OW og WW på inntil 9 måneder, etter nærmere innspill fra de finansielle rådgivere, dvs. SEB for OW og Arctic for WW.

Forkjøpsrett

Forkjøpsrett utløses dersom en av partene selger seg under 20 % av aksjene i WWLASA etter den avtalte lock-up perioden. Dersom forkjøpsretten ikke utøves, vil selgende part fritt kunne selge aksjene i markedet i løpet av en 30 dagers periode, dog ikke til lavere kurs enn tilbudt den annen part gjennom forkjøpsretten.

Varighet

Aksjeeieravtalen vil løpe til 31.12.2021. Med mindre den da sier opp av en av partene, vil den løpe for nye to år av gangen.

Det følger av vphl. § 6-5 at i forhold til reglene om tilbudsplikt "*regnes like med en aksjeeiers egne aksjer, aksjer som eies eller erverves av nærstående som nevnt i § 2-5. Tilbudsplikt inntreffer uavhengig av om ervervet foretas av aksjeeieren selv eller av aksjeeierens nærstående som nevnt i § 2-5*". Som nærstående regnes etter vphl. § 2-5 nr. 5 "*noen som det må antas at vedkommende har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument, herunder samarbeid der et tilbud vanskeliggjøres eller hindres*".

Tilbudspliktreglene skal i hovedsak beskytte øvrige aksjeeiere i et børsnotert selskap. Hvis en aksjeeier eller en gruppe passerer en terskel for tilbudsplikt, vil øvrige aksjeeiere oppleve redusert innflytelse på styring av selskapet og mulig redusert handelsaktivitet. Av den grunn har de øvrige aksjeeierne beskyttelsesmekanismer som utløses når kontrollen i selskapet anses å forsvinne, gjennom å bli presentert et tilbud om å selge sine aksjer til en rimelig pris.

Av forarbeidene fremgår det at det er mer langsiktige former for samarbeid, som innebærer kontroll over selskapet, bestemmelsen primært retter seg mot. Samarbeidet bør dessuten omfatte en koordinert opptreden med et felles mål med sikte på en tilstrekkelig kontroll over selskapet. Regelen gjelder bare samarbeid som gjelder det å gjøre bruk av aksjeeierrettigheter, men ikke alle arrangementer for utøvelse av aksjeeierrettigheter vil resultere i konsolidering. Et samarbeid med sikte på å oppnå kontroll må på en eller annen måte omfatte utøvelsen av stemmerett. Det må avgjøres konkret ut fra forholdene i det enkelte tilfelle hvilket samarbeid som vil kunne utløse tilbudsplikt. Vurderingstemaet må være i hvilken grad det konkrete samarbeidet for de øvrige aksjeeiere vil kunne oppleves som at det er etablert en felles kontroll med selskapet.

Reglene om tilbudsplikt i vphl. kap. 6 gjennomfører reglene i direktiv 2004/2005/EF om overtakelsestilbud («Takeover-direktivet»). De former for samarbeid som ikke skal gi grunnlag for konsolidering er inntatt i ESMAs "White List" (ESMA/2013/1642). Utvelgelse av styremedlemmer er ikke en del av ESMAs "White List", da dette er et særlig sensitivt tema der reglene fullt ut er overlatt til nasjonal rett.

I forhold til konsolidering er det to materielle forhold som følger av partenes aksjeeieravtale som må vurderes i saken vedrørende om *"det må antas at vedkommende har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument"*:

1. Utvelgelse av styremedlemmer i WWLASA, og
2. Forkjøpsrett som utløses dersom en av partene selger seg under 20 % av aksjene i WWLASA etter avtalt lock-up periode på 9 måneder for OW og WW.

Utvelgelse av styremedlemmer i WWLASA

Det forhold at aksjeeiere med mer enn 20 % av aksjene i WWLASA skal ha rett, etter vedtektene eller retningslinjene for valgkomitéen, til å utpeke ett medlem av valgkomitéen vil ikke dreie seg om utøvelse av stemmerett og ikke gi kontroll. Det er under enhver omstendighet generalforsamlingen som velger styremedlemmene.

Etter aksjeeieravtalen har OW og WW rett til å utpeke inntil 2 styremedlemmer i WWLASA hver så lenge de eier mer enn 20 % av aksjene i selskapet. Det at hver av partene skal stemme i favør av den andre partens forslag til styremedlemmer på generalforsamling i WWLASA taler isolert sett i retning av et forpliktende samarbeid gjennom bruk av aksjeeierrettigheter. Det som imidlertid begrenser graden av dette samarbeidet er at den annen part verken har noe påvirkning over hvem den andre parten forslår som sine styremedlemmer eller hvordan de enkelte styremedlemmer skal stemme i styreanliggender. Videre er det ingen forpliktelse i aksjeeieravtalen om hvem som skal være styreleder i WWLASA utover at det er enighet i transaksjonsavtalen om hvem som skal velges som første styreleder i selskapet ved closing.

Oppsummert så langt vil ikke denne reguleringen med samarbeid om valg av inntil 4 styremedlemmer gi de to partene felles kontroll over WWLASA, forutsatt at det faktisk er valgt 9 styremedlemmer i selskapet.

Et viktig punkt er nettopp det forholdet at styret i WWLASA skal bestå av inntil 9 aksjeeiervalgte medlemmer. Kjernen i konsolideringss spørsmålet vedrørende forpliktende samarbeid er om partene felles oppnår kontroll over selskapet. Det innebærer at partene til sammen bare kan velge inntil 4 styremedlemmer for det tilfellet at det faktisk totalt er 9 valgte styremedlemmer i WWLASA.

Oslo Børs understreker i den sammenheng at for det tilfellet at OW og WW gjennom aksjeeieravtalen felles oppnår 50 % eller mer av styremedlemmene i WWLASA, så vil vurderingen av om partene blir konsolidert som følge av forpliktende samarbeid etter vphl. § 2-5 nr. 5 kunne bli annerledes.

På den bakgrunn legger Oslo Børs til grunn at OW og WWs regulering for valg av styremedlemmer ikke vil innebære forpliktende samarbeid som vil utløse konsolidering, jf. vphl. § 2-5 nr. 5, forutsatt at de ikke felles oppnår 50 % eller mer av styremedlemmene i WWLASA som følge av dette.

Forkjøpsrett

Etter en lock-up periode på inntil 9 måneder utløses en forkjøpsrett for den annen part dersom en av partene selger seg under 20 % av aksjene i WWLASA. Dette vil kunne gi den ervervende part mer enn 50 % aksjene i WWLASA. Imidlertid innebærer aksjeeieravtalen ikke noen øvrige bindinger, utover styrevalg (se over), på hvordan henholdsvis OW og WW skal utøve sine aksjeeierrettigheter i ulike generalforsamlinger i WWLASA. Med hensyn til forkjøpsretten vil det altså ikke foreligge noe forpliktende samarbeid gjennom bruk av aksjeeierrettigheter og utøvelse av stemmerett.

Oslo Børs legger til grunn at partenes forkjøpsrett ikke vil innebære forpliktende samarbeid som vil utløse konsolidering, jf. vphl. 2-5 nr. 5.

4 Konklusjon

Oslo Børs er av den oppfatning at fusjonen mellom børsnoterte Wilh. Wilhelmsen ASA og et 100 % eiet Soya/Wallenius-selskap, Newco AB, ikke vil utløse tilbudsplikt, jf. unntaket fra tilbudsplikt for erverv i form av vederlag ved fusjon i aksjeselskap i vphl. § 6-2 (1) nr. 3. Herunder legger Oslo Børs til grunn at Newco AB må anses som et aksjeselskap etter vphl. 6-2 (1) nr. 3 og at transaksjonen ikke faller inn under "særlige tilfeller" i vphl. § 6-2 (2).

Oslo Børs er videre av den oppfatning at reguleringen i aksjeeieravtalen mellom Soya/Wallenius selskapene og Wilh. Wilhelmsen selskapene, om valg av styremedlemmer og forkjøpsrett, ikke vil, i seg selv eller samlet, innebære forpliktende samarbeid som vil utløse konsolidering, jf. vphl. § 2-5 nr. 5, forutsatt at partene ikke felles oppnår 50 % eller mer av styremedlemmene i WWLASA som følge av samarbeidet om valg av styremedlemmer. Selv om Oslo Børs' oppfatning er at reguleringen i aksjeeieravtalen ikke vil medføre konsolidering, påpekes det at dette er en sammensatt vurdering. Øvrige forhold i samarbeidet mellom partene ville kunne medført en annerledes vurdering. I dette tilfellet er det kun det omtalte samarbeidet alene som er vurdert.

Oslo Børs har ikke vurdert krav om offentliggjøring av informasjon i tilknytning til transaksjonen. Ut fra et eierstyringsperspektiv anbefaler Oslo Børs at innholdet i aksjeeieravtalen mellom Soya/Wallenius selskapene og Wilh. Wilhelmsen selskapene gjøres kjent i sammenheng med offentliggjøring av transaksjonen.

Oslo Børs nevner for ordens skyld at denne uttalelsen er administrasjonens vurdering og at i en konkret sak kan slike oppfatninger prøves fullt ut av Børsklagenemnden.

5.3.4 Philly Shipyard ASA – dispensasjon fra tilbudsplikt ved konsernintern overdragelse (brev av 03.11.16)

1 Søkningen

Det vises til brev av 11. oktober 2015 fra Advokatfirmaet BA-HR på vegne av Aker Capital AS der det søkes om dispensasjon fra tilbudsplikt i Philly Shipyard ASA («**Philly Shipyard**»), jf. verdipapirhandelloven («**vphl.**») § 6-2 (3). Aker Capital II AS (tidligere Convento Capital Fund AS) eier

i dag 57,56 % av aksjene i Philly Shipyard. Overdragelsen vil skje ved at Aker Capital AS gjennomfører en mor-datter fusjon med Aker Capital II AS, som er heleid av Aker Capital AS. Det er således tale om en overføring av noterte aksjer fra heleid datterselskap. Aker Capital AS er igjen et heleid datterselskap av Aker ASA.

Bakgrunnen for fusjonen er å forenkle konsernets selskapsstruktur og redusere administrasjonskostnader.

Når det gjelder eventuelle etterfølgende erverv er det i dispensasjonssøknaden lagt til grunn at Aker Capital AS vil overta den posisjonen Aker Capital II AS har i forhold til reglene om tilbudsplikt per overdragelsestidspunktet.

2 Faktiske forhold

Philly Shipyard ble notert i desember 2007. Ved noteringen eide Aker ASA 50,3 % av aksjene. Aksjeposten i Philly Shipyard ble i 2009 overdratt til Aker Capital II AS, i medhold av dispensasjon datert 17. juli 2009. Aker Capital II AS økte senere sin eierandel til over 70 % og deretter utvannet til dagens andel. Per i dag eier Aker Capital II AS 7.232.631 aksjer i Philly Shipyard som tilsvarer 57,56 % av aksjene og stemmene i selskapet. Det er ikke avvikende stemmerettigheter.

3 Vurdering av dispensasjon

Etter vphl. § 6-1 (6) utløses tilbudsplikt ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med når erververen passerer tilbudspliktgrensen. Oslo Børs, i egenskap av tilbudsmyndighet, kan i særlige tilfeller gjøre unntak fra tilbudsplikt ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med, jf. vphl. § 6-2 (3). I forarbeidene, NOU 2005: 17 og Ot.prp. nr. 34 (2006-2007), er det om dispensasjonsvurderingen uttalt at det skal legges vekt på om overdragelsen utgjør et kontrollskifte, eller kan utgjøre et ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte.

Aker Capital AS II er et heleid datterselskap av Aker Capital AS.

Oslo Børs er av den oppfatning at Aker Capital AS kontroll over aksjeposten i Philly Shipyard gjennom et heleid datterselskap i realiteten ikke er vesentlig forskjellig fra den kontroll som Aker Capital AS har som direkte eier av aksjene.

Som ved overføringen av aksjeposten i Philly Shipyard i 2009 anser ikke Oslo Børs reorganiseringen av eierskapet i Philly Shipyard for å innebære et kontrollskifte eller å være ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte. Oslo Børs mener at det foreligger slike særlige grunner at det kan gis dispensasjon fra tilbudsplikten etter vphl. § 6-2 (3) for Aker Capital AS erverv av aksjeposten i Philly Shipyard fra Aker Capital II AS. Dispensasjoner fra tilbudsplikt bør inneholde en tidsramme for gjennomføring. Innen 31. mars 2017 ansees passende.

4 Vurdering av etterfølgende tilbudsplikt

Etter reglene om etterfølgende tilbudsplikt, vphl. § 6-6 (2), vil en aksjeeier som har passert terskelen for tilbudsplikt på en måte som ikke utløser tilbudsplikt, utløse etterfølgende tilbudsplikt ved ytterligere erverv som øker stemmeandelen.

I overenstemmelse med tidligere uttalelser fra Oslo Børs, om kontinuitet ved overdragelse i medhold av dispensasjon fra tilbudsplikt, er vi av den oppfatning at Aker Capital AS etter ervervet av aksjene i Philly Shipyard, med hensyn til reglene om tilbudsplikt, vil stå i samme stilling som Aker Capital II AS før overdragelsen. Aker Capital AS overtar med dette den posisjonen som Aker Capital II AS har i dag.

Børsens vurdering av forholdet til etterfølgende tilbudsplikt er ikke omfattet av dispensasjonsmyndigheten, men utgjør kun en uttalelse om lovtolkningsspørsmål.

5 Vedtak

Oslo Børs, i egenskap av tilbudsmyndighet, har på denne bakgrunn fattet følgende vedtak:

Det gis, etter vphl. § 6-2 (3) dispensasjon fra tilbudsplikt til erverv av aksjer i Philly Shipyard ASA for Aker Capital AS. Overdragelsene må gjennomføres innen 31. mars 2017.

Senest samtidig med at avtale om overdragelsen inngås skal Aker Capital AS sørge for at det ved alminnelig børsmelding offentliggjøres at Oslo Børs, i egenskap av tilbudsmyndighet, har vedtatt å gi dispensasjon etter vphl. § 6-2 (3) for overdragelsen. Oslo Børs skal samtidig gis beskjed om offentliggjøringen og vedtaksbrevet vil deretter offentliggjøres i sin helhet.

Vi gjør for ordens skyld oppmerksom på at vedtaket kan påklages av andre med rettslig klageinteresse.

Det bes om tilbakemelding til Børsen dersom fusjonen ikke gjennomføres.

5.3.5 Wilson ASA – dispensasjon fra tilbudsplikt ved konsernintern overdragelse (brev av 28.12.16)

1 Søknaden

Det vises til brev av 20. desember 2016 fra Caiano AS der det søkes om dispensasjon fra tilbudsplikt i Wilson ASA («Wilson»), jf. verdipapirhandelloven («vphl.») § 6-2 (3) for erverv av aksjer fra sitt heleide datterselskap Caiano Eiendom AS.

2 Faktiske forhold

Wilson ble notert i april 2005. Det er ikke avvikende stemmerettigheter i selskapet, slik at en aksje tilsvarer en stemme. Caiano AS (som var et annet selskap enn det selskapet som i dag benytter firmanavnet Caiano AS) utløste tilbudsplikt og fremmet pliktig tilbud i Wilson i august 2006. Etter gjennomføringen av tilbudet eide Caiano AS ca. 81 % av aksjene i Wilson. Senere økte selskapet sitt eierskap i Wilson. Caiano AS har uavbrutt eid mer enn 50 % av aksjene i Wilson. Caiano AS eide 100 % av aksjene i Caiano Eiendom AS. I november 2014 fusjonerte Caiano AS med sitt datterselskap. Overtakende selskap i fusjonen var Caiano Eiendom AS. Ved gjennomføring av fusjonen eide Caiano AS 90,18 % av aksjene i Wilson. Caiano Eiendom AS har senere redusert sitt eierskap til 89,9 %. Gjennom denne fusjonen ble aksjene i Wilson overdratt, noe som utløste tilbudsplikt. Oslo Børs ble oppmerksom på dette i forbindelse med behandling av denne søknaden. Caiano Eiendom AS har derfor anmodet om tilsvarende dispensasjon for også denne overdragelsen. Lovens system bygger på at dispensasjoner fra tilbudsplikt skal innhentes før tilbudsplikt er utløst. Når en aksjonær utløser tilbudsplikt etableres visse umiddelbare plikter og rettigheter. Dersom en aksjonær utløser tilbudsplikt for deretter å søke om dispensasjon kan det oppstå uheldige situasjoner i forhold til hvilken informasjon markedssaktører baserer sine investeringsbeslutninger på. I dette tilfelle er det ikke observert slike skadevirkninger. Oslo Børs er av den oppfatning at det er anledning for tilbudsmyndigheten til å innvilge dispensasjon etter vphl. § 6-2 (3) også etter at tilbudsplikt er utløst. Det vises i denne forbindelse til dispensasjon fra tilbudsplikt ved fusjon gitt Siem Offshore Inc inntatt i Vedtak & Uttalelser 2015 pkt. 5.3.2.

Caiano Eiendom AS eier i dag 89,9 % av aksjene i Wilson har planlagt å overdra disse til Caiano AS. Overdragelsen vil skje ved at Caiano Eiendom AS overfører aksjene i Wilson, gjennom et utbytte, til morselskapet Caiano AS som eier alle aksjene i Caiano Eiendom AS. Det er således tale om en overføring av noterte aksjer fra heleid datterselskap.

Bakgrunnen en omfattende restrukturering av konsernet som bla. innebærer at alle datterselskaper, som ligger under Caiano Eiendom AS og ikke er eiendomsrelaterte, overføres til Caiano AS, slik at Caiano Eiendom AS blir et rent eiendomsselskap.

3 Vurdering av dispensasjon

Etter vphl. § 6-1 (6) utløses tilbudsplikt ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med når erververen passerer tilbudspliktgrensen. Oslo Børs, i egenskap av tilbudsmyndighet, kan i særlige tilfeller gjøre unntak fra tilbudsplikt ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med, jf. vphl. § 6-2 (3). I forarbeidene, NOU 2005: 17 og Ot.prp. nr. 34 (2006-2007), er det om dispensasjonsvurderingen uttalt at det skal legges vekt på om overdragelsen utgjør et kontrollskifte, eller kan utgjøre et ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte.

Caiano AS, som eide aksjene i Wilson inntil november 2014, var morselskap til Caiano Eiendom AS.

Caiano Eiendom AS, som i dag eier aksjene i Wilson, er et heleid datterselskap av Caiano AS.

Oslo Børs er av den oppfatning at Caiano ASs kontroll over aksjeposten i Wilson gjennom et heleid datterselskap i realiteten ikke vil være vesentlig forskjellig fra den kontroll som Caiano Eiendom AS har som direkte eier av aksjene. Det samme gjelder den kontroll som Caiano Eiendom AS fikk gjennom fusjonen med sitt morselskap.

Oslo Børs anser ikke reorganiseringen av eierskapet i Wilson for å innebære et kontrollskifte eller å være ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte. Oslo Børs mener at det foreligger slike særlige grunner at det kan gis dispensasjon fra tilbudsplikten etter vphl. § 6-2 (3) for den overdragelsen til Caiano Eiendom som er gjennomført og for Caiano ASs planlagte erverv av aksjeposten i Wilson fra Caiano Eiendom AS. Dispensasjoner fra tilbudsplikt bør inneholde en tidsramme for gjennomføring. Innen 30. april 2017 ansees passende.

4 Vurdering av etterfølgende tilbudsplikt

Etter reglene om etterfølgende tilbudsplikt, vphl. § 6-6 (2), vil en aksjeeier som har passert terskelen for tilbudsplikt på en måte som ikke utløser tilbudsplikt, utløse etterfølgende tilbudsplikt ved ytterligere erverv som øker stemmeandelen.

I overenstemmelse med tidligere uttalelser fra Oslo Børs, om kontinuitet ved overdragelse i medhold av dispensasjon fra tilbudsplikt, er vi av den oppfatning at Caiano AS etter ervervet av aksjene i Wilson, med hensyn til reglene om tilbudsplikt, vil stå i samme stilling som Caiano Eiendom AS før overdragelsen. Caiano AS overtar med dette den posisjonen som Caiano Eiendom AS har i dag. Tilsvarende gjelder i forhold til den gjennomførte overdragelsen til Caiano Eiendom AS.

Børsens vurdering av forholdet til etterfølgende tilbudsplikt er ikke omfattet av dispensasjonsmyndigheten, men utgjør kun en uttalelse om lovtolkningsspørsmål.

5 Vedtak

Oslo Børs, i egenskap av tilbudsmyndighet, har på denne bakgrunn fattet følgende vedtak:

Det gis, etter vphl. § 6-2 (3), dispensasjon fra tilbudsplikt til erverv av aksjer i Wilson ASA for Caiano Eiendom AS, gjennomført i november 2014.

Det gis, etter vphl. § 6-2 (3), dispensasjon fra tilbudsplikt til erverv av aksjer i Wilson ASA for Caiano AS. Overdragelsene må gjennomføres innen 30. april 2017.

Senest samtidig med at avtale eller beslutning om overdragelsen foreligger skal Caiano AS sørge for at det ved alminnelig børsmelding offentliggjøres at Oslo Børs, i egenskap av tilbudsmyndighet, har vedtatt å gi dispensasjon etter vphl. § 6-2 (3) for overdragelsen. Oslo Børs skal samtidig gis beskjed om offentliggjøringen og vedtaksbrevet vil deretter offentliggjøres i sin helhet.

Vi gjør for ordens skyld oppmerksom på at vedtaket kan påklages av andre med rettslig klageinteresse.

Det bes om tilbakemelding til Børsen dersom overdragelsen til Caiano AS ikke gjennomføres.

Spar tid ved utarbeidelse av dokumenter

Dokumentgenerator

Fusjon ved opptak

Autofyll felter med Proff Forvalt

Navn - OT
Hagen AS

Navn - OD
Olsen AS

Dato - fusjonsplan
07.01.2015

Org.nr. - OD
23728378236

Forretningskommune - OD
Oslo

Adresse - OD
Karl Joha

Org.nr. - OT

Forretningskommune - OT

Adresse - OT

Fusjonsplan mellom Hagen AS og Olsen AS

Undertegnet av styrene i Hagen AS og Olsen AS den 07.01.2015 for godkjenning i respektive ekstraordinære generalforsamlinger.

1. Innledning

Fusjonen reguleres av lov av 13. juni 1997 nr 44 om aksjeselskaper (aksjeloven eller asl) kapittel 13.

1.1. Partsangivelse

Overdragende selskap: Olsen AS
org.nr. 23728378236
forretningskommune: Oslo
adresse: Karl Joha

Overtakende selskap: Hagen AS
org.nr. Org.nr. - OT
forretningskommune: Forretningskommune - OT
adresse: Adresse - OT

1.2. Formål med fusjonen

Generer dokumenter (3)

Velg dokumenter



Fyll ut alle dokumenter
i én operasjon



Generer til Word

- ✓ Over 70 ulike transaksjonstyper
- ✓ Alltid oppdatert
- ✓ Proff Forvalt - Autoutfyll foretaksopplysninger
- ✓ Bruk bedriftens egen stilmal
- ✓ Legg inn egne dokumenter



www.dib.no/dokumentgenerator