

VEDTAK OG UTTALELSER

2020

FORORD

Vedtak og uttalelser består av utdrag fra de vedtak, brev og andre uttalelser som antas å ha interesse fordi de illustrerer fortolkninger eller praksis.

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 og enkelte av børsens vedtak publiseres løpende på børsens nettside:

<https://www.euronext.com/nb/markets/oslo>

Utarbeidelse av 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, 22.01.2021

Kjell Vidjeland
Juridisk direktør
Oslo Børs ASA

INNHOLDSFORTEGNELSE

1	OPPTAK TIL BØRSNOTERING/HANDEL	5
1.1	NYE SELSKAPER I 2020	5
1.2	OPPTAKSPRAKSIS - NYE SELSKAPER	7
1.2.1	<i>Rettet emisjon og reparasjonsemisjon mot de aksjonærene som ikke fikk være med i den rettede emisjonen – Merkur Market, august 2020</i>	7
1.2.2	<i>Atlantic Sapphire – Låneavtale og 12 måneders likviditet - Overføring fra Merkur Market til Oslo Børs, januar 2020</i>	7
1.2.3	<i>Northern Ocean – Dispensasjon fra tre års virksomhet – Oslo Børs, februar 2020</i>	8
1.2.4	<i>Northern Ocean – Unntak fra finansiell due diligence - Oslo Børs, februar 2020</i>	10
1.2.5	<i>Northern Ocean – Styremedlems tilknytning til større eier og uavhengighetskrav – Oslo Børs, februar 2020</i>	11
1.2.6	<i>Quantafuel – Registering av aksjer i VPS på opptakstidspunktet – Merkur Market, februar 2020</i>	11
1.2.7	<i>Norsk Sjømat – Omsetningsbegrensninger i vedtekter og egnethet for notering – Oslo Børs, oktober 2020</i>	12
1.2.8	<i>Icelandic Salmon – Aksjonæravtale, egnethet for opptak til handel – Merkur Market, oktober 2020</i>	14
1.2.9	<i>Krav om uavhengig finansiell og juridisk due diligence, egnethet for opptak til handel – Merkur Market, november 2020</i>	14
1.2.10	<i>The Kingfish Company – Hovedaksjonærs nomineringsrett til supervisory board og egnethet for opptak til handel – Merkur Market, november 2020</i>	15
1.2.11	<i>Avslag på søknad om dispensasjon fra kravet om emisjon på 2,5 millioner Euro – Euronext Growth, desember 2020</i>	16
1.2.12	<i>Kraft Bank ASA – Krav om å ha gjennomført en emisjon siste 12 måneder før opptak til handel – Euronext Growth, desember 2020</i>	17
1.2.13	<i>Hofseth Biocare – Emisjon pågående ved overføring fra Euronext Expand til Oslo Børs, desember 2020</i>	17
1.3	OPPTAKSPRAKSIS – FORTSATT NOTERING	18
1.3.1	<i>Easybank/BRABank - Fortsatt notering for selskap opptatt til handel hvor unotert selskap blir overtagende etter fusjon - Merkur Market, juni 2020</i>	18
2	STRYKNING/SUSPENSJON	19
2.1	SELSKAPER SOM ER STRØKET FRA NOTERING	19
2.2	STRYKNINGSSAKER	20
2.2.1	<i>WR Entertainment ASA – Beslutning om strykning, brev av 06.03.2020</i>	20
2.2.2	<i>G3 Exploration Limited – Delisting from Nordic ABM, brev av 22.06.2020</i>	26
2.2.3	<i>LAVO.TV AS – Gjentatte brudd på reglene for selskaper tatt opp til handel på Merkur Market – Beslutning om strykning, brev av 17.09.2020</i>	30
3	LØPENDE UTSTEDERREGLER	38
3.1	LIKEBEHANDLING AV AKSJONÆRER	38
3.1.1	<i>XXL ASA – Merknader til kapitalinnhenting, brev av 14.02.2020</i>	38
3.2	LØPENDE INFORMASJONSPLIKT MV.	41
3.2.1	<i>Nidaros Sparebank – Vedrørende enkelte børsmeldinger offentliggjort 6. mars 2020, brev av 17.06.2020</i>	41
3.2.2	<i>XXL ASA – Vedrørende notering av fortrinnsretter, brev av 15.04.2020</i>	42
3.2.3	<i>SoftOx Solutions – Beslutning om overtredelsesgebyr, brev av 17.09.2020</i>	46
3.2.4	<i>Quantafuel ASA – Brudd på løpende informasjonsplikt, Offentlig kritikk 11.12.2020</i>	54
3.2.5	<i>Navamedic ASA – Brudd på informasjonsplikt og utsteders opplysningsplikt til børsen, brev av 03.12.2020</i>	58
3.3	PERIODISK INFORMASJONSPLIKT – REGNSKAPSRAPPORTERING	73
3.3.1	<i>Lavo.tv AS – Overtredelse plikten til å offentliggjøre års- og halvårsrapport, 06.02.2020</i>	73
4	MEDLEMSFORPLIKTELSER – HANDELSREGLER	80
4.1	GENERELL VEILEDNING	80

4.1.1	Melding til medlemmer - Rapportering av handler i lån registrert på Nordic ABM, 06.04.2020.....	80
5	OVERTAKELSESTILBUD	81
5.1	KONTROLLERTE TILBUD 2020	81
5.2	TILBUDSPLIKT	81
5.2.1	[Børsnotert ASA] – Gjentatt tilbudsplikt og etterfølgende erverv overgangsregel, brev av 10.03.2020	81
5.2.2	SalMar ASA –Gjentatt tilbudsplikt overgangsregel, brev av 03.04.2020	84
5.2.3	Solstad Offshore ASA: Request for non-consolidation confirmation, brev av 19.06.2020	85
5.2.4	Adevinta ASA: Transaction structure and governance model in relation to the mandatory offer rules, Brev av 24.08.2020.....	89
5.2.5	Storm Real Estate ASA – Forespørsel om vurdering fra Oslo Børs – Tilbudspliktens omfang, brev av 20.11.2020	96
5.2.6	[Børsnotert ASA] – Request for guidance, brev av 24.11.2020	101
5.2.7	Q-Free - Betydningen av handel i konvertible obligasjoner, e-post av 22.12.2020.....	108
5.3	DISPENSASJON FRA TILBUDSPLIKT	109
5.3.1	Eidesvik Offshore ASA - Dispensasjon fra tilbudsplikt ved konsernintern overdragelse, brev av 08.07.2020	109
5.3.2	Siem Europe S.à r.l. og Siem Sustainable Energy S.à r.l. – Dispensasjon fra tilbudsplikt i Siem Offshore Inc. ved konsernintern overdragelse, brev av 01.12.2020	111

1 OPPTAK TIL BØRSNOTERING/HANDEL

1.1 Nye selskaper i 2020

Selskaper som har søkt om notering og er vedtatt tatt opp i 2020:

OSLO BØRS	Første noteringsdag
BW Energy LTD	19.02.2020
Northern Ocean LTD	27.02.2020
Hafnia LTD ¹	30.04.2020
Atlantic Sapphire AS ²	05.05.2020
Pexip Holding ASA	14.05.2020
Link Mobility Grp	21.10.2020
2020 Bulkers Ltd ²	02.11.2020
Cadeler A/S	27.11.2020
Hofseth BioCare ASA ¹	14.12.2020
BEWI ASA ²	18.12.2020

1 Overføring fra Euronext Expand til Oslo Børs

2 Overføring fra Euronext Growth til Oslo Børs

Euronext Expand	Første noteringsdag
Ingen nye selskaper i 2020	

Euronext Growth	Første handelsdag
Quantafuel ASA	20.02.2020
Cloudberry Clean Energy AS	02.04.2020
Romsdal Sparebank	24.04.2020
Ice Fish Farm AS	05.06.2020
Andfjord Salmon AS	23.06.2020
Aker BioMarine AS	06.07.2020
Ayfie Group	07.07.2020
Mercell Holding AS	09.07.2020
EXACT Therapeutics AS	14.07.2020
Sikri Holding As	15.07.2020
ELOP AS	17.07.2020
Instabank ASA	17.08.2020
Aker Carbon Capture AS	26.08.2020
Aker Offshore Wind Holding AS	26.08.2020
BEWI AS	28.08.2020
Salmon Evolution Holding AS	18.09.2020
OHT ASA	28.09.2020

Agilyx AS	30.09.2020
BRABank ASA	02.10.2020
Mintra Holding AS	05.10.2020
Zaptec AS	06.10.2020
Vaccibody AS	07.10.2020
Play Magnus AS	08.10.2020
CSAM Health Group AS	09.10.2020
TECO 2030	12.10.2020
HydrogenPro AS	14.10.2020
Norcod AS	15.10.2020
Elliptic Laboratories AS	16.10.2020
Volue AS	19.10.2020
House of Control AS	20.10.2020
PatientSky Group AS	23.10.2020
Ocean Sun AS	26.10.2020
Icelandic Salmon AS	27.10.2020
Kalera AS	28.10.2020
Everfuel AS	29.10.2020
Airthings ASA	30.10.2020
Huddlestock Fintech AS	26.11.2020
Nortel AS	18.11.2020
The Kingfish Company N.V.	25.11.2020
Xplora Technologies AS	18.11.2020
Nordic Aqua Partners A/S	02.12.2020
Meltwater B.V.	03.12.2020
GNP Energy AS	08.12.2020
Kraft Bank ASA	10.12.2020
Hexagon Purus AS	14.12.2020
Nordic Unmanned AS	15.12.2020
Elektroimportøren AS	16.12.2020
Skitude Holding AS	18.12.2020
Cyviz AS	18.12.2020

Euronext NOTC	Første handelsdag
Vaccibody AS	27.01.2020
Tomini Shipping Limited	19.02.2020
Kalera AS	21.04.2020
FREYR AS	28.07.2020
CrayoNano AS	15.10.2020
Mentor Medier AS	10.11.2020
EDEA Holding AS	19.11.2020
Green Transition Holding AS	21.12.2020
NOTC Family & Friends	Første handelsdag
Ingen nye selskaper i 2020	

1.2 Opptakspraksis - Nye selskaper

1.2.1 Rettet emisjon og reparasjonsemisjon mot de aksjonærene som ikke fikk være med i den rettede emisjonen – Merkur Market, august 2020

Etter dagjeldende opptaksregler på Merkur Market pkt. 2.5.1 (1) var det krav om at emisjon som gjøres forbindelse med eller parallelt med opptaket til handel, må være gjennomført før opptaket.

Et selskap gjorde en rettet emisjon før notering på Merkur Market. Selskapet ønsket i tillegg å gjøre en reparasjonsemisjon mot de aksjonærene som ikke fikk være med i den rettede emisjonen. Den aktuelle reparasjonsemisjonen ville gjennomføres over en kort periode hvor timing var ikke endelig fastsatt, men det var klart at denne emisjonen ikke ville være lukket på tidspunkt for opptak til handel på Merkur Market. Det kunne også bli aktuelt å igangsette reparasjonsemisjonen, basert på aksjonærstruktur før den rettede emisjonen, etter at selskapet ble tatt opp til handel på Merkur Market. Børsens tilbakemelding til den aktuelle saken var at en eventuell reparasjonsemisjon måtte gjennomføres før opptak til handel på Merkur Market.

Ovennevnte regel er i hovedsak videreført i ny versjon av reglene for Euronext Growth som trådte i kraft 30. november 2020 og inntatt i Regelbok del II pkt. 2.1.6.1, men hvor det her er presisert at en aksjeutstedelser som utføres i forbindelse med eller parallelt med opptaket til handel må være registrert og innmeldt i verdipapirregisteret før opptak.

1.2.2 Atlantic Sapphire – Låneavtale og 12 måneders likviditet - Overføring fra Merkur Market til Oslo Børs, januar 2020

Etter dagjeldende opptaksregler på Oslo Børs pkt. 2.2.3 første ledd fremgikk det at selskapet må sannsynliggjøre at det vil ha tilstrekkelig likvide midler til å kunne drive videre i minst ett år fra planlagt noteringstidspunkt innenfor planlagt virksomhetsomfang. Etter bestemmelsens ande ledd var det krav om at låneavtaler av betydning for oppfyllelsen av kravet i første ledd skal være undertegnet av partene på søknadstidspunktet, men hvor det fremgikk at børsen i særlige tilfelle gjøre unntak fra første punktum.

Utdrag av e-post sendt til Atlantic Sapphires rådgivere i januar 2020 vedrørende søknad om dispensasjon fra kravet om signert låneavtale fremgår nedenfor:

«Oslo Børs har i to tidligere saker gitt dispensasjon fra kravet i opptaksreglene pkt. 2.2.3 1. ledd om at et selskap skal ha sannsynliggjort tilstrekkelig likvide midler til å kunne drive videre i minst ett år fra noteringstidspunktet innenfor planlagt virksomhetsomfang. Disse to sakene gjaldt overføring fra Oslo Axess til Oslo Børs. Både Oslo Axess og Oslo Børs er å anse som regulerte markeder etter verdipapirlovgivningen, og de to markedsplassene har samme likviditetskrav ved opptak. Dispensasjonene ble gitt med hjemmel i opptaksreglene pkt. 2.7 fjerde ledd hvor det fremgår at børsen kan gjøre unntak fra enkelte opptakskrav ved overføring fra Oslo Axess til Oslo Børs.

Merkur Market er ikke et regulert marked etter verdipapirlovgivningen, men en multilateral handelsfasilitet. Likviditetskravene er heller ikke like ved opptak på Merkur Market og Oslo Børs. Det er ikke et krav om 12 måneders likviditet for å bli tatt opp til handel på Merkur Market. Opptaksreglene på Oslo Børs har ikke en tilsvarende hjemmel til å gi dispensasjon fra enkelte opptakskrav ved overføring fra Merkur Market som ved overføring fra Oslo Axess. Administrasjonen ved Oslo Børs mener derfor at vi ikke har hjemmel for å gi dispensasjon fra likviditetskravet ved overføring fra Merkur Market.

Når det gjelder hva som anses som planlagt virksomhetsomfang vil børsen som utgangspunkt legge til grunn selskapets vurdering, gitt at den er konsistent med det som er kommunisert av selskapet eksternt. Dersom selskapet planlegger iverksetting av fase 2 i løpet av 12 måneders perioden, og hvor oppstart i realiteten kun er betinget av nødvendig finansiering for gjennomføring, må selskapet etter administrasjonens vurdering ha finansiering for å dekke fase 2 utgifter i 12 måneders perioden fra tidspunkt for opptak på Oslo Børs. Nødvendig

lånefinansiering skal etter regelverket være dokumentert i form av signert låneavtale, jf. opptaksreglene pkt. 2.2.3 2. ledd.»

Ovennevnte regler er videreført for i ny versjon av reglene for Oslo Børs som trådte i kraft 30. november 2020 og er inntatt i Regelbok II pkt. 3.1.2.3 og Notis 3.4. pkt. 4 (3) nr 19.

1.2.3 Northern Ocean – Dispensasjon fra tre års virksomhet – Oslo Børs, februar 2020

Kravene om tre års eksistens og tre års virksomhet fremgikk av dagjeldende opptaksregler på Oslo Børs pkt. 2.3.1, pkt. 2.3.2 og pkt. 2.3.3 hvor det også fremgikk at unntak kan gis i særlige tilfeller under visse vilkår.

Et utdrag fra administrasjonens innstilling til Noteringskomiteen følger nedenfor:

“The Company applies for Listing on Oslo Børs. If the Company does not fulfil the Listing requirements for Oslo Børs, it secondarily applies for Listing on Oslo Axess.

The Company is of the opinion that it meets the requirements for Listing on Oslo Børs, with the following basis:

- 1) On the basis of a Listing in February 2020, NOL has *existed and operated its business for three years*:
 - a. NODL was incorporated on 2 March 2017. From its inception, NODL was the holding company for the subsidiaries owning the West Mira rig and the West Bollsta rig, as further explained below. NODL did not enter into the drillship business before it in May 2018 (through its subsidiaries West Aquila Inc and West Libra Inc) acquired the two drillship contracts that these subsidiaries still own.
 - b. NOL’s business is primarily related to rigs and rig ownership. NOL was incorporated on 3 March 2017.
 - c. In March 2017, NODL carried out a private placement of shares raising USD 230 million. The shares of NODL were subsequently quoted on the NOTC on 20 March 2017 (and later listed on Oslo Axess on 26 October 2017).
 - d. NOL’s wholly owned subsidiary, West Mira Inc, was incorporated on 6 March 2017. West Mira Inc acquired the West Mira rig building contract on 10 March 2017. West Mira Inc hence became a rig owning company from the beginning of March 2017.
 - e. NOL’s second subsidiary, HHI Deepwater Semi 2 Inc, was also incorporated on 6 March 2017. HHI Deepwater Semi 2 Inc entered into an option contract to acquire the West Bollsta rig on 10 March 2017. HHI Deepwater Semi 2 Inc exercised the option contract and acquired the West Bollsta rig on 27 December 2017. HHI Deepwater Semi 2 Inc hence commenced its rig owning business also from the beginning of March 2017.
 - f. In the period after incorporation in March 2017, NOL, including through its subsidiaries West Mira Inc and HHI Deepwater Semi 2 Inc, has continued its rig and rig owning business until today. Prior to the delivery of the two rigs, the business has continuously consisted of ensure inspection and supervision of the building process of the rigs, as well as financing the instalments of the rigs, through the use of third party providers (including Seadrill). This business continued also after the delivery of the West Mira rig from the yard in Q2 2019 until it commenced operations in November 2019. The West Bollsta rig was delivered from the yard in Q2 2019 and is currently being upgraded to commence commercial operations expected in Q2 2020.

- 2) NOL has prepared *financial reports for the three years*:
 - a. At the time of Listing, NOL will have announced annual accounts for 2017, 2018 and YTD Q3 2019.
 - b. The basis for the three years rule is that investors shall have a historic period to evaluate the company, and it can be argued that the period in question, the amount of disclosed information, the availability of general information about such rigs in the market and the fact that NOL hasn't had any operating income until very recently, suggest that this rule is fulfilled.
 - c. If the three years financial statements requirement should be interpreted literally, it would mean that companies must have been in existence and had operations for more than three years (maybe even up to four years) in order to be able to produce three full years. Such interpretation is not intended.
- 3) *Continued Listing process*:
 - a. NOL's business is already listed on Oslo Børs. This Listing process is not a straight IPO, but a continuation of the listing of NOL's business today through the listing of NODL. It follows from the Oslo Børs Continued Obligations section 12.2 that business demerged or spun-off from already listed entity, the Listing Rules shall apply as a "*main rule*" and "*insofar as they are suitable*". NOL is of the opinion that these rules indicate that the Listing Rules shall not be applied as strictly as in a regular listing process. NOL therefore fulfils the Listing Rules in this scenario.

If Oslo Børs is of the opinion that the Company does not comply with the requirement of three years of existence, operations and financial statements, then the Company hereby applies for exemption from these requirements, on the basis that:

- 1) NOL and the business have existed for very close to three years.
- 2) NOL has/will disclose financial statements for 2017, 2018 and YTD Q3 2019, which is close to three years.
- 3) Since there have been no operating income (until very recently), historical performance is of less importance in this case.
- 4) NOL's business is the market for semi rigs, where there are generally available information about costs and rates for rigs, and therefore more transparent than many other type of markets/businesses. This is also why Oslo Børs in the past has granted exemption from the three years requirement for this kind of business. The business operations of NOL have also been stable in the period of existence.
- 5) The general expectation is that the public interest in this market in Norway is high. As illustration, NODL shares have been traded on every trading day in 2019 (100%) and the turnover velocity annualised is close to 50%.
- 6) NOL's market cap is exceeding NOK 3 billion, which is significantly more than the required NOK 300 million.
- 7) NODL has more than 1,500 shareholders. The expectation is that NOL, through the Subsequent Offering and the Exchange Offer, will receive significantly higher than the required qualified 500 shareholders and significantly more than the required 25% free float.
- 8) Shareholders in NODL have their shares traded on Oslo Børs today, and it would be preferable for the shareholders to also receive Oslo Børs listed shares when accepting the Subsequent Offer and/or the Exchange Offer.

Administrasjonens kommentarer:

Selskapet er stiftet i mars 2017 og startet sin virksomhet kort etter det. Med en forventet noteringsdato i februar 2020 vil selskapet ikke ha eksistert og drevet sin virksomhet i mer enn tre år, og det kan vanskelig konkluderes med at selskapet tilfredsstillter kravene. Da selskapet er svært nære å oppfylle tre års kravet, og ut

fra øvrige forhold som angitt ovenfor, anses det forsvarlig å innvilge dispensasjon fra kravene til tre års eksistens og tre års virksomhet.»

Følgende vedtak ble fattet av Noteringskomiteen 17.02.2020:

«Oslo Børs has resolved to admit the shares of Northern Ocean Ltd. to listing on Oslo Børs. Exemption is granted from the listing requirement regarding three years' history and activity, cf. the Listing Rules sections 2.3.2 and 2.3.3, respectively. The exemption is granted due to the fact that the market participants can be expected to have adequate information to make a reasoned assessment of the company. Based on an overall assessment, Oslo Børs decided that the exemption regarding three years' history and activity is deemed to be in the interest of the general public and investors. When making its assessment, Oslo Børs took into consideration the fact that the company has very close to three years' history and activity. Oslo Børs stipulated that, prior to the first day of listing, the company must satisfy the listing requirements for Oslo Børs. If the requirements for Oslo Børs are not met, the company will be accepted for listing on Oslo Axess, provided that the listing requirements for Oslo Axess are satisfied. The President and CEO of Oslo Børs determines the first day of listing, which is to be no later than 02.04.2020.»

Kravene om tre års eksistens og tre års virksomhet er videreført i ny versjon reglene for Oslo Børs som trådte i kraft 30. november 2020 og er inntatt i Regelbok II pkt. 3.1.3.1, pkt. 3.1.3.2 og pkt. 3.1.3.3.

1.2.4 Northern Ocean – Unntak fra finansiell due diligence - Oslo Børs, februar 2020

Etter dagjeldende opptaksregler på Oslo Børs fremgikk en rekke krav knyttet til due diligence i pkt. 3.4, første til fjerde ledd. Det fremgikk videre i bestemmelsens 5. ledd at Oslo Børs i særlige tilfelle kan gjøre unntak fra kravene i første og tredje ledd.

Et utdrag fra administrasjonens innstilling til Noteringskomiteen vedrørende due diligence følger nedenfor:

Selskapets kommentarer

“A customary legal due diligence has been carried out by Advokatfirmaet Wiersholm AS.

As discussed with Oslo Børs, the Company is applying for an exemption from the requirement of a full financial due diligence. PwC has conducted a review the 12 months cash flow forecast for the Listing. In addition, KPMG Norway has confirmed certain asset impairment assessments that are made available to Oslo Børs.

The basis for applying for the exemption is the following:

- The Company's business is already listed on Oslo Børs through NODL;
- The Company did not have any operating revenues from its incorporation and until as of Q3 2019;
- There were no qualifications or conditions (emphasis of matter) in the audit opinions from PwC for NOL's 2017 or 2018 financial statements;
- There were no qualifications or conditions (emphasis of matter) in the limited review report from PwC on NOL's YTD Q3 2019 interim report;
- The Company shall have sufficient equity capital and liquidity as per the applicable listing requirements, and that there is no further need for injection of equity capital or similar;
- The Reorganization was carried out with continuity in valuation of the relevant the Company assets for accounting purposes;

- There was no impairment of the accounting values of the two rigs are expected for the YTD Q3 2019 interim report;
- Valuation statements for the two rigs have recently been obtained from Pareto and Arctic;
- There will be continuity in the management for the Company, i.e., those who have produced financial statements for NODL will also be responsible for producing financial statements for the Company.

Observations from the reviews were presented in a separate meeting with Oslo Børs on 8 January 2020.

Administrasjonens kommentarer:

Basert på ovenstående, og i samsvar med tidligere praksis ved utskillelse av virksomhet og notering av nytt selskap fra et selskap som allerede er notert, ble dispensasjon fra kravet til full finansiell due diligence innvilget.»

Tilsvarende krav til due diligence er videreført nye regler for Oslo Børs som trådte i kraft 30. november 2020 og er inntatt i Notis 3.4 pkt. 2.

1.2.5 Northern Ocean – Styremedlems tilknytning til større eier og uavhengighetskrav – Oslo Børs, februar 2020

Utdrag fra administrasjonens innstilling til Noteringskomiteen vedrørende styrets uavhengighet, hvor det etter daverende opptaksregler pkt. 2.3.5 (2) fremgår at det er krav om at minst to av de aksjonærvalgte styremedlemmene skal være uavhengig av ustederens daglige ledelse, vesentlige forretningforbindelser og større aksjonærer, er inntatt nedenfor:

«*Administrasjonens kommentarer:*

Styremedlem [REDACTED] er også styremedlem i Northern Drilling, som fortsatt forventes å være større aksjeeier på det tidspunkt selskapet tas opp til notering. I samsvar med børsens tidligere praksis, kan ikke et styremedlem som også er styremedlem i større aksjeeier anses å være uavhengig av denne aksjeeieren. Børsen deler derved ikke selskapets oppfatning av at [REDACTED] kan anses å være et uavhengig styremedlem. Basert på børsens tilbakemelding valget selskapet å ta inn et nytt styremedlem, [REDACTED], og styret tilfredsstillt derved kravene til 2 uavhengige styremedlemmer.»

Tilsvarende krav til styrets uavhengighet er videreført i ny versjon av reglene for Oslo Børs som trådte i kraft 30. november 2020 og er inntatt i Regelbok II pkt. 3.1.3.5 (2).

1.2.6 Quantafuel – Registrering av aksjer i VPS på opptakstidspunktet – Merkur Market, februar 2020

I forbindelse med opptak av Quantafuel AS til handel på Merkur Market ble Oslo Børs bedt om å klargjøre hvorvidt opptaksreglens punkt 2.5.1 innebar et krav om at alle aksjene som tas opp til handel skal være registrert i VPS. Selskapet oppfylte spredningsvilkår for allerede VPS registrerte aksjer og emisjonen var heller ikke nødvendig for å oppfylle andre opptakskrav.

Selskapet hadde foretatt en emisjon mot største eier BASF, denne kapitalforhøyelsen var registrert i Foretaksregisteret, men ville ikke være registrert i VPS på opptakstidspunktet.

Det ble av selskapets rådgiver blant annet anført at opptaksreglene for Merkur Market Pkt. 2.5.1 kun viste til at emisjonen skulle være "gjennomført". Selskapsrettslig burde emisjonen ansees å være gjennomført når denne var registrert i Foretaksregisteret, og aksjene de er gyldig utstedt.

Oslo Børs gav tilbakemelding om at uttrykket «være gjennomført» skal forstås som at «at aksjene er gyldig og lovlig utstedt, fullt innbetalt og korrekt registrert i relevante registre», hvilket for norske foretak innebærer at aksjene er «registrert i Foretaksregisteret, og innmeldt i verdipapirregisteret».

I gjeldene regelverk for Euronext Growth Oslo er kravet tydeliggjort i Rulebook II 2.1.6.1:

(1) Dersom et Offentlig Tilbud finner sted før opptak til handel, skal tegningsperioden være avsluttet før første dag for opptak til handel, jf. Regel 3.7.4 i Regelbok Del I. Innen samme tidspunkt skal alle nye aksjeutstedelser som utføres i forbindelse med eller parallelt med opptaket til handel, være registrert i Foretaksregisteret og innmeldt i verdipapirregisteret.

(2) Oslo Børs kan etter anmodning fra Utstederen i særlige tilfeller gi unntak fra bestemmelsene i første ledd dersom nytutstedelsen ikke er nødvendig for å tilfredsstille kravene for opptak til handel.

1.2.7 Norsk Sjømat – Omsetningsbegrensninger i vedtekter og egnethet for notering – Oslo Børs, oktober 2020

Etter daværende opptaksregler pkt. 2.4.4 var det krav om at aksjene skal være fritt omsettelige, men hvor det fremkommer at dersom det likevel er gitt adgang til å nekte aksjeerverv i samsvar med vedtekter kan adgangen bare benyttes dersom det foreligger saklig grunn og dette ikke skaper forstyrrelser i markedet. Et utdrag fra administrasjonens innstilling til Noteringskomiteen hvor selskapet hadde omsetningsbegrensninger i vedtektene, er inntatt nedenfor:

«Selskapets vedtektsbestemmelse knyttet til omsetning av aksjer som krever styregodkjenning har vært spesielt diskutert og vurdert i prosessen i forhold oppfyllelse av oppfyllelse av krav om fri omsettelighet og i forhold til egnethet for notering. Vedtektsbestemmelsen er inntatt pga av at Deltakerloven krever 60% norsk eierskap i det noterte selskapet.

Nærmere informasjon om bakgrunn og vilkår fra Nærings- og Fiskeridepartementet for godkjenning av planlagt reorganisering og børsnotering følger av innstillingen pkt. 1.2.1.3. I pkt. 1.3.3.3 b er det gjort en nærmere vurdering av innhold i vedtektsbestemmelsen, herunder sammenligning med tidligere praksis, samt gitt en oppsummering av vilkår fra departementet mm.»

(...)

a) Free transferability of shares

Selskapet har gitt følgende opplysninger:

Assuming that the exceptions and waivers are obtained, the Company believes that the Shares will be transferrable in line with the shares in other companies listed in Oslo that are subject to the same requirements in the Participation Act (e.g. Havfisk ASA and, later, Lerøy Seafood Group ASA).

(...)

Administrasjonens kommentarer:

I e-post fra selskapets juridiske rådgiver opplyses det om følgende knyttet til fri omsettelighet og avvik fra Norsk anbefaling av eierstyring og selskapsledelse: "Det er utarbeidet omfattende corporate governance-retningslinjer for selskapet som vil tre i kraft fra og med noteringstidspunktet. Det eneste vesentlige avviket fra NUES som vi har identifisert er at styret må ha en viss adgang til å

begrense salg av aksjer som vil medføre at det totale utenlandske eierskapet i selskapet passerer grensen på 40% slik at selskapet kan ivareta lovfestede krav knyttet til aksjonærenes nasjonalitet. Dette skal, etter hva vi forstår, være likt som for visse andre aktører med fiskerikonsesjoner som er notert på Oslo Børs.

Den aktuelle bestemmelsen i selskapets vedtekter er per nå tiltenkt å lyde som følger:

"Transfer of shares in the Company is subject to approval by the Board of Directors. Such approval cannot be withheld unless more than 40% of the Company's share capital through such transfer will be owned by investors other than Norwegian citizens or anyone who is considered equal to such persons pursuant to the at all times prevailing regulation in the Norwegian Participation Act, or if the transfer triggers any license requirements under the Norwegian Participation Act."

Nærmere redegjørelse for bakgrunn av nevnte vedtektsbestemmelse og hvordan denne vil følges opp av selskapet er inntatt i pkt. 1.2.1.3 i innstillingen.

En kort oppsummering av informasjon administrasjonen har mottatt fra selskapet og rådgiverne følger nedenfor:

Vi har opplyst at NFD har godkjent planlagt emisjon hvor holdingselskap bestående av to av dagens hovedeiere beholder et eierskap på 50,01% i det børsnoterte selskapet og et selskap som skal eies av norske ansatte eier 4,30% av det noterte selskapet.

Frie aksjer notert på Oslo Børs vil derfor være 46,69. Denne eiersammensetningen forutsetter at minst 5,69 % av eierne av den frie aksjeposten til enhver tid må være kvalifisert som norske i henhold til Deltakerloven. Selskapet vil oppfylle dette minimumskravet på noteringstidspunktet ved at minst halvparten av aksjene i Selskapet som tilbys i IPOen vil bli tildelt norske investorer. Dermed vil norske investorer til sammen eie minst 77,15 % av aksjene i Selskapet på noteringstidspunktet. Selskapet planlegger ikke å bruke vedtektsbestemmelsen til å foreta en aktiv godkjenning av hver handel, men vil benyttes dersom man nærmer seg. Dersom et gitt erverv av aksjer vil innebære at Selskapet kommer i brudd med nasjonalitetskravet, vil imidlertid styret bruke denne vedtektsbestemmelsen til å gi erververen av de aktuelle aksjene beskjed om at styret ikke samtykker til ervervet, med den virkning at ervervet ikke er gyldig. Erververen vil da måtte snu seg rundt og selge aksjene til en ny erverver som styret samtykker til, evt. vil aksjene bli tvangssolgt.

Vi har tidligere akseptert en tilsvarende vedtektsbestemmelse knyttet til omsetningsbegrensninger i Akser Bio Marine i mai 2007 av samme årsak, samt at vi også har hatt akseptert lignende knyttet til NOKUS selskaper.

(...)

Basert på børsens tidligere praksis tilbake i tid, samt selskapets redegjørelse hvor norsk eierandel på noteringstidspunktet etter planen vil være betydelig over minstekravet i Deltakerloven, planlagt oppfølging fra selskapets side og hvor risikoen for brudd synes begrenset med de vilkårene som følger fra NFD knyttet til norsk eierskap fra holdingselskapet og selskap som eies av norske ansatte, innstiller administrasjonen på at selskapet anses egnet for notering med nevnte vedtektsbestemmelser.»

Tilsvarende krav til aksjers frie omsettelighet er videreført i ny versjon av reglene for Oslo Børs som trådte i kraft 30. november 2020 og er inntatt i Regelbok II pkt. 3.1.4.3.

1.2.8 Icelandic Salmon – Aksjonæravtale, egnethet for opptak til handel – Merkur Market, oktober 2020

Etter dagjeldende opptaksregler for Merkur Market pkt. 2.1.1 (2) fremgikk det at Oslo Børs på bakgrunn av en overordnet egnethetsvurdering av selskapet og dets aksjer, kan beslutte å ikke ta opp aksjene til handel, dersom Oslo Børs vurderer det som hensiktsmessig for å ivareta investorinteresser, den allmenne tilliten til børs- og verdipapirmarkedet og omdømmet til Merkur Market.

Det fremgikk videre i opptaksreglene pkt. 3.2 (5) nr 20 at det i søknad om opptak til handel skal opplyses om aksjeeiers vedtak eller beslutning, avtale mellom aksjeeiere (aksjonæravtaler) mv. som er kjent for selskapet, og som kan være av betydning for spørsmålet om selskapets aksjer er egnet for opptak til handel. Det fremgikk i tillegg i dagjeldende regler pkt 3.2. (5) nr 8 at det skal redegjøres for eventuelle relasjoner mellom enkelt styremedlemmer og selskapets daglige ledelse, vesentlige forretningsforbindelser eller større aksjeeiere som kan ha betydning for opptaksvurderingen.

Under forhold spesielt diskutert eller avklart i løpet av noteringsprosessen opplyser administrasjonen i sin innstilling til Noteringskomiteen at det ble gitt nedenstående informasjon om aksjonæravtale i mottatt dokumentasjon:

«The shareholders of the Company have entered into a shareholders' agreement dated 10 June 2016, and as amended 10 June 2016 and 11 July 2018. The shareholders' agreement will according to its terms be terminated upon the Admission.

In addition, SalMar and Gyda EHF (owned by chairman of the Board of Directors, [REDACTED]) have entered into an agreement dated 23 April 2019 regarding their joint ownership in the Company, which, inter alia, sets forth that SalMar and Gyda EHF, shall work in concert as a group and Gyda and its representatives (including as board member/chairman of the Company) vote in board meetings and in general meetings as instructed by SalMar as and if relevant.»

Det fremkommer videre i innstillingen at administrasjonen ga tilbakemelding til rådgiverne om at: «avtalen om at Salmar skal ha en slik instruksjonsrett som fremgår ovenfor så ugreit ut i forhold til selskapets egnethet for handel og spesielt instruksjonsretten overfor styre. Børsen ba samtidig om en nærmere redegjørelse fra rådgiverne i fht egnethet for opptak til handel og at på bakgrunn av dette.» Det er videre opplyst i innstillingen at partene etter børsens tilbakemelding besluttet at ovenstående punkt i samarbeidet skulle frafalles.

Ovennevnte regler er videreført for Euronext Growth – Oslo som trådte i kraft 30. november 2020 og er inntatt i Notis 2.2. pkt. 2 (2) nr 20 og nr 9 og Regelbok del II pkt. 2.1.2.1 (2).

1.2.9 Krav om uavhengig finansiell og juridisk due diligence, egnethet for opptak til handel – Merkur Market, november 2020

Etter gjennomgang av en søknad om opptak til handel på Merkur Market ønsket Oslo Børs et bedre grunnlag for å vurdere selskapets egnethet for opptak til handel etter dagjeldene opptaksregler pkt. 2.1.1 (1) og (2) og ba om at det ble gjennomført en generell uavhengig juridisk og finansiell DD av selskapet. Oslo Børs henviste blant annet til krav til uavhengighet og omfang av due diligence som var gjeldende ved opptak til regulert marked i opptaksreglene pkt. 3.2 for Oslo Børs for utførelse.

Oslo Børs ba blant annet om en uavhengig vurdering av selskapets nærståendeavtaler, forhold knyttet til betydelige aksjeeiere, samt en vurdering av selskapets likviditetserklæring og egenkapitalsituasjon.

Ovennevnte regel knyttet til egnethet for opptak til handel er videreført for Euronext Growth – Oslo som trådte i kraft 30. november 2020 og er inntatt i Regelbok del II pkt. 2.1.2.1 (2).

1.2.10 The Kingfish Company – Hovedaksjonærs nomineringsrett til supervisory board og egnethet for opptak til handel – Merkur Market, november 2020

Etter dagjeldende opptaksregler på Merkur Market pkt 3.2. (5) nr 8 fremgikk det at det skal redegjøres for eventuelle relasjoner mellom enkelt styremedlemmer og selskapets daglige ledelse, vesentlige forretningsforbindelser eller større aksjeeiere som kan ha betydning for opptaksvurderingen. Videre fremgikk det av dagjeldende opptaksregler pkt. 2.1.1 (2) at Oslo Børs på bakgrunn av en overordnet egnethetsvurdering av selskapet og dets aksjer, kan beslutte å ikke ta opp aksjene til handel, dersom Oslo Børs vurderer det som hensiktsmessig for å ivareta investorinteresser, den allmenne tilliten til børs- og verdipapirmarkedet og omdømmet til Merkur Market.

Et utdrag fra innstillingen til noteringskomitten følger nedenfor:

«Administrasjonen har sett nærmere på de to hovedaksjonærenes rett til å nominere styremedlemmer beskrevet ovenfor. Administrasjonen har bedt om en nærmere redegjørelse for bakgrunnen for vedtektsbestemmelse beskrevet i søknaden knyttet til nomineringsrettighetene til de to hovedaksjonærene og hvorvidt dette er vanlig i Nederland, herunder også en bekreftelse på at dette ikke er i strid med corporate governance standarder i Nederland. I e-post fra Wikborg Rein av 18. november 2020 fremgår følgende:

Creadev and Rabobank Corporate Investments were lead financial investors in the major pre-IPO investment round end of 2019 and are cornerstone investors in the Private Placement. They are highly regarded and reputable investors and bring important expertise and know-how to the Company in the field of aquaculture and retail. The Company believes these nomination rights are in the best interest of the Company and its stakeholders, including its shareholders.

The nomination rights of Creadev and Rabobank Corporate Investments, respectively, will expire when their respective shareholdings would fall below 10%. It is furthermore noted that the Supervisory Board will consist of a minimum of 5 and a maximum of 7 directors and as such the shareholder nominees constitute a minority of the supervisory board and do not individually or jointly have the power to block decisions of the supervisory board.

We can confirm that these arrangements are compliant with the Dutch Corporate Governance which provides in best practice provision principle 2.1.7 (iii) that:

“for each shareholder, or group of affiliated shareholders, who directly or indirectly hold more than ten percent of the shares in the company, there is at most one supervisory board member who can be considered to be affiliated with or representing them as stipulated in best practice provision 2.1.8, sections vi. and vii”.

Best practice provision 2.1.8, sections vi. and vii provide that:

“a supervisory board member is not independent if they or their spouse, registered partner or life companion, foster child or relative by blood or marriage up to the second degree: (...) “vi has a shareholding in the company of at least ten percent, taking into account the shareholding of natural persons or legal entities cooperating with him or her on the basis of an express or tacit, verbal or written agreement” or

“vii. is a member of the management board or supervisory board – or is a representative in some other way – of a legal entity which holds at least ten percent of the shares in the company, unless the entity is a group company”.

Examples of companies in the Netherlands in which shareholders have similar nomination rights include: Signify (2 out of 5), Volker Wessels (3 out of 5), Refresco (4 out of 7), IMCD (3 out of 5), Flow Traders (3 out of 6), Lucas Bols (1 out of 4), Grand Vision (1 out of 5), Basic Fit (2 out of 5), Takeaway.com (2 out of 4) (for each of these entities nomination rights applied upon IPO) and Royal KPN N.V., where major (as applicable, pre-IPO) shareholders held binding nomination rights for one or more supervisory board members depending on their shareholding from time to time. This is a common and accepted practice in The Netherlands.

Ovenstående som annet beskriver at nominerte ikke er i flertall og at dette er vanlig i Nederland og i hht corporate governance standarder er vektlagt av administrasjonen. I tillegg, er det i vår vurdering lagt vekt på at forholdet beskrives i opptaksdokument og at bestemmelsen i praksis gjelder rett til å nominere og nominere på nytt dersom nominasjon blir avvist og ikke utpeke styremedlemmer.

(...)

Det er samlet sett vurdert at vedtektsbestemmelsen i selskapet ikke er til hinder for opptak på Merkur Market»

Ovennevnte regler er videreført for Euronext Growth – Oslo som trådte i kraft 30. november 2020 og er inntatt i Notis 2.2. pkt. 2 (2) nr 9 og Regelbok del II pkt. 2.1.2.1 (2).

1.2.11 Avslag på søknad om dispensasjon fra kravet om emisjon på 2,5 millioner Euro – Euronext Growth, desember 2020

Et første opptak til handel som skal tilfredsstille opptakskravene i regel 3.1.1 og som gjøres gjennom en rettet emisjon som nevnt i Regel 3.1.1(ii) krever at utstederen gjør verdipapirer tilsvarende et minimumsbeløp på 2,5 millioner euro tilgjengelig for handel på det aktuelle Euronext Growth Market. I følge regelens andre ledd må den rettede emisjonen ha blitt gjort i løpet av året før den planlagte datoen for første opptak til handel på det aktuelle Euronext Growth Market.

Nedenfor følger avslag på søknad om dispensasjon fra reglene i 3.1.1 og 3.2.1 i Regelbok Del I for Euronext Growth som Børsens administrasjon gav i desember 2020:

«Det vises til søknad på vegne av [REDACTED] om dispensasjon fra kravet om fremgangsmåte for opptak til handel i henhold til reglene 3.1.1 og 3.2.1 i Regelbok Del I.

Børsen har siden september mottatt en rekke henvendelser fra selskaper med diverse spørsmål knyttet til dispensasjon fra nevnte krav, herunder hvorvidt flere små emisjoner gjennomført siste året som samlet utgjør EUR 2,5 millioner eller mer kan gi grunnlag for dette. Generelt har tilbakemeldingen vært at kravet vil praktiseres strengt og at det ikke vil være aktuelt å gi dispensasjon i slike tilfeller. Dispensasjon fra kravet om at en unik rettet emisjon (på EUR 2,5 millioner eller mer) må ha vært gjort i løpet av året før planlagt dato opptak til handel vil i større grad kunne være aktuelt, noe som er søkt tydeliggjort ved eksplisitt å innta dette i Regelbok Del II punkt 2.1.5.1.

Børsen er ikke enig i selskapets påstand om at perioden mellom høring og ikrafttredelse av de nye reglene har gitt selskapet svært kort tid til å gjøre tilpasninger, særlig sett hen til at tilpasningene det her er snakk

om gjelder emisjonskravet og det ble gjennomført en emisjon på SEK 20 millioner i november, to måneder etter at reglene ble sendt på høring og like før de trådte i kraft.

Børsen anser i motsetning til selskapet, at en dispensasjon i [REDACTED] tilfelle vil kunne få betydning for praktiseringen i andre saker og rokke ved den tolkningspraksisen som ønskes etablert. Det anses heller ikke som et tilfelle som kan begrunnes med en overgangsperiode. Dette har kun vært ansett aktuelt for selskaper som har søkt om opptak til handel en god stund før reglene trådte i kraft og som av grunner utenfor selskapets kontroll har måttet utsette første handelsdag til etter ikrafttredelsen.

På bakgrunn av mottatt informasjon, har børsen kommet til at det ikke er grunnlag for å gi [REDACTED] dispensasjon fra kravet om at fremgangsmåte for opptak til handel må gjøres gjennom en unik rettet emisjon på EUR 2,5 millioner.»

1.2.12 Kraft Bank ASA – Krav om å ha gjennomført en emisjon siste 12 måneder før opptak til handel – Euronext Growth, desember 2020

I forbindelse med opptak av selskapets aksjer til handel på Euronext Growth søkte Kraft Bank ASA om ett unntak fra Regel 3.2.1, jf. Regel 3.1.1 i Regelbok Del I i henhold til pkt. 2.1.5.1 annet punktum i Regelbok Del II for Euronext Growth Oslo. Regelen omhandler kravet til å ha gjennomført en emisjon siste 12 måneder før opptak til handel.

Selskapet anførte at de hadde gjennomført en emisjon i mai 2018 der det ble plassert et bruttoproveny på MNOK 300. Selskapets aksjer hadde videre vært registrert på NOTC-listen siden mai 2018 og derved vært gjenstand for regelmessig prising. Selskapet hadde på søknadstidspunktet 459 aksjonærer, hvorav 442 har en aksjeholdning på minst NOK 5 000. Basert på siste handel rapportert på NOTC den 24. november 2020 var Bankens markedsverdi NOK 420 millioner.

Oslo Børs vurderte at intensjonen i Regel 3.2.1, jf. Regel 3.1.1 i Regelbok Del I var ivaretatt, at selskapet i tilstrekkelig grad var priset av markedet, og at den indikerte markedsverdien måtte kunne ansees som pålitelig. Det ble derfor gitt dispensasjon fra kravet om at emisjonen som ble lagt til grunn for opptaket var gjennomført siste 12 måneder før opptak til handel.

1.2.13 Hofseth Biocare – Emisjon pågående ved overføring fra Euronext Expand til Oslo Børs, desember 2020

Det fremgår av Regelbok II pkt. 3.1.5.1 at dersom et offentlig tilbud finner sted før opptak til handel, må tegningsperioden avsluttes før den første handelsdagen, i henhold til Regel 6604 i Regelbok I. Det fremgår videre i andre punktum at nyutstedelser utført i forbindelse med eller parallelt med opptaket til handel må registreres i Foretaksregisteret og innmeldes i verdipapirregisteret innen samme periode. I følge bestemmelsens annet ledd kan Oslo Børs kan i særlige tilfeller gi unntak fra bestemmelsene i første ledd annet punktum dersom nyutstedelsen ikke er nødvendig for å tilfredsstille kravene for opptak til handel.

Et utdrag fra vedtak ble fattet av Oslo Børs 9. desember 2020, hvor det i tillegg til dispensasjon fra kravet om minste kursverdi ble gitt dispensasjon fra kravet om at offentlig aksjetilbudet skal være avsluttet før første noteringsdag, er inntatt nedenfor:

«Oslo Børs vedtok å ta aksjene i Hofseth BioCare ASA opp til handel på Oslo Børs ved overføring av aksjene tatt opp til handel på Euronext Expand.

Det gis dispensasjon fra kravet om en minste markedsverdi på kr 10 per aksje, jf. Regelbok II for Oslo Børs punkt 3.1.4.5. Dispensasjonen er gitt i samsvar med praksis fordi aksjene som tas opp til handel overføres fra Euronext Expand til Oslo Børs.

Det gir videre dispensasjon fra kravet om at offentlige aksjetilbud skal være avsluttet innen første dag for opptak til handel, jf. Regelbok II pkt. 3.1.5.1. Dispensasjon er gitt fordi opptaket til handel gjelder overføring fra Euronext Expand og det offentlige aksjetilbudet ikke har betydning for oppfyllelsen av øvrige opptaksvilkår.»

1.3 Opptakspraksis – Fortsatt notering

1.3.1 Easybank/BRABank - Fortsatt notering for selskap opptatt til handel hvor unotert selskap blir overtagende etter fusjon - Merkur Market, juni 2020

E-post fra Oslo Børs 11.06.2020:

Viser til telefonsamtale vedr. selskap notert på Merkur Market som etter planen skal fusjonere med et ikke-notert selskap, hvor selskapet som ikke er notert blir det overtagende selskapet juridisk.

Dersom det noterte selskapet får nytt organisasjonsnummer, medfører det at den nye juridiske enheten må søke om notering på ordinær måte. Noteringen for det eksisterende selskapet vil opphøre når det blir en ny juridisk enhet.

Utdrag fra redegjørelse om fortsatt notering for BRABank 18.06.2020:

Som det fremkommer av børsmeldingen, vil Easybank være overtakende selskap i fusjonen, og endre navn til BRABank. Som overdragende selskap opphører dagens BRABank å eksistere ved gjennomføring av fusjonen. Easybank er i dag notert på NOTC-listen. For tidsplan og nærmere vilkår for fusjonen vises det til børsmeldingen.

Ifølge Løpende forpliktelser skal det i redegjørelsen for fortsatt notering kort redegjøres for

"om det fusjonerte selskapet etter fusjonen oppfylder vilkårene for opptak til handel. Det skal angis om opptaket ønskes videreført. Dersom handelen ikke ønskes videreført, skal det videre redegjøres for hvordan hensynet til aksjeeiernes interesse i fortsatt handel er ivaretatt ved en eventuell strykning".

Videre fremkommer det at

"aksjene i det fusjonerte selskapet skal være tatt opp til handel med mindre Oslo Børs ASA vedtar å stryke aksjene etter reglene i pkt. 12.1."

Vi noterer oss at hverken ordlyden i Løpende forpliktelser punkt 10.1 eller merknadene til bestemmelsen skiller mellom tilfeller der det noterte selskapet er overdragende eller overtakende selskap. Vi oppfatter at børsen i sin praksis heller ikke har skilt mellom dette, jf. eksempelvis Vedtak og uttalelser 2012 s. 39, samt korrespondanse vedrørende strykningen av Tribona ASA ved innfusjonering i Tribona AB i 2013.

E-post fra Oslo Børs 15.07.2020:

Viser til tidligere korrespondanse vedrørende fusjonen mellom BRABank ASA og Easybank ASA.

I anledning prosessen for fortsatt notering og/eller eventuell strykning, viser Oslo Børs til Løpende forpliktelser for selskaper notert på Merkur Market, pkt. 10.1 vedrørende foreskrevet fremgangsmåte. Det vises særlig til første ledd hvor det følger at Oslo Børs skal inngis en redegjørelse for hvordan hensynet til aksjeeiernes interesse i fortsatt handel er ivaretatt ved en eventuell strykning. Videre følger det av fjerde ledd i samme bestemmelse at det ligger til Oslo Børs å vedta strykning. Det følger således av bestemmelsens systematikk at Oslo Børs skal ivareta aksjeeiernes interesse ved fusjoner som aktualiserer strykning og videre

kunne overprøve hvorvidt gjennomføringen av fusjonen tilstrekkelig hensyntar aksjeeiernes interesse i fortsatt notering. Dersom en fremgangsmåte som undergraver dette hensynet benyttes, anser Oslo Børs dette som et brudd på Løpende forpliktelser for selskaper notert på Merkur Market, pkt. 10.1.

Ta gjerne kontakt om det er spørsmål eller kommentarer knyttet til dette.

2 STRYKNING/SUSPENSJON

2.1 Selskaper som er strøket fra notering

Oslo Børs	Siste handelsdag
The Scottish Salmon Company	10.03.2020
Star Bulk Carriers	31.07.2020
Funcom NV	22.07.2020
EMAS OFFSHORE	18.09.2020
Team Tankers International Ltd	30.09.2020
Kværner AS	10.11.2020

Euronext Growth	Siste handelsdag
WR Entertainment ASA	03.04.2020
SpectrumOne AS	13.07.2020
Lavo.tv AS	30.10.2020
BRABank ASA	01.10.2020

Euronext NOTC	Siste handelsdag
Quantafuel ASA ²	19.02.2020
Northern Ocean Ltd ¹	27.02.2020
Andfjord Salmon AS ²	23.06.2016
Instabank ASA ²	14.08.2020
Easybank AS ²	01.10.2020
Vaccibody AS ²	06.10.2020
Icelandic Salmon AS ²	26.10.2020
Kalera AS ²	27.10.2020
Avida Holding AB	16.11.2020
Playsafe Holding AS	18.11.2020
Kraft Bank ASA ²	09.12.2020

1 Notert på Oslo Børs

2 Notert på Euronext Growth

2.2 Strykningsaker

2.2.1 WR Entertainment ASA – Beslutning om strykning, brev av 06.03.2020

1 Innledning

WR Entertainment ASA («Selskapet») har vært notert på Merkur Market siden 13. januar 2016. Selskapet sendte 19. juni 2019 en børsmelding hvor det ble opplyst at selskapet begjærte seg konkurs. Kunngjøring om konkursåpning ble offentliggjort i Brønnøysundregisteret 21. juni 2019.

Oslo Børs mener Selskapet ikke lenger er egnet for notering grunnet at det ikke lenger tilfredsstillende vilkårene og reglene for Merkur Market, jf. løpende forpliktelser for selskaper tatt opp til handel på Merkur Market («Løpende Forpliktelser») punkt 12.1.

2 Kort om Selskapet

Selskapet hovedvirksomhet har vært å igangsette en filmserie basert på bokserien Morgan Kane og har også hatt noe virksomhet knyttet til Morgan Kane e-bøker internasjonalt. Selskapet ble tatt opp til handel på Merkur Market den 13. januar 2016. Selskapet er ikke notert eller tatt opp til handel på andre markedsplasser enn Merkur Market.

3 Sakens faktiske forhold

3.1 Konkursbegjæring

Selskapet kontaktet Oslo Børs den 19. juni 2019 og opplyste at Selskapet ville begjære seg konkurs som følge av at de ikke hadde lykkes med å innhente ny egenkapital. Som følge av dette suspenderte Oslo Børs aksjen fra handel før børsåpning samme dag¹. Kort tid etter offentliggjorde Selskapet børsmelding om konkursbegjæringen². Selskapet har ikke offentliggjort noen børsmeldinger siden aksjen ble suspendert.

Den 10. desember 2019 mottok Oslo Børs en e-post³ fra en representant for en gruppe investorer som ønsket å drive Selskapet videre basert på en tilbakelevering av boet. Oslo Børs besvarte henvendelsen samme dag og opplyste at ettersom Selskapet var under konkursbehandling ville Oslo Børs forholde seg til bostyrer.

Samme dag kontaktet Oslo Børs bostyrer og ba om en tilbakemelding om det forelå innsigelser mot at Selskapet ble strøket fra Merkur Market. Bostyrer besvarte henvendelsen samme dag⁴ og opplyste om at det ble arbeidet med en mulig tilbakelevering av boet i henhold til konkursloven § 136 og at det var ønskelig at strykning ble avventet til det var klarlagt om dette var mulig å gjennomføre. Oslo Børs etterspurte på bakgrunn av dette ytterligere informasjon om situasjonen samme dag, som ble besvart av Selskapet 16. desember 2019. E-posten inneholdt en presentasjon⁵ med investorgruppens planer for Selskapet. Denne inneholdt en redegjørelse av de planer som var forelagt av interessenter som hadde tatt initiativet til å få til en tilbakelevering av boet. Planene innebar blant annet nytt styre og en kapitalforhøyelse mot et selskap under stiftelse som ville medføre en betydelig utvanning av eksisterende aksjonærer. Eierstrukturen ville etter planen innebære at Selskapet fikk en ny stor aksjonær som eide 89 % av Selskapets aksjer, mens 11 % ville være eiet av øvrige aksjonærer. Planene var betinget av tilfredsstillende due diligence av Selskapet.

Bostyrer opplyste videre at Selskapet tok sikte på å avholde en ekstraordinær generalforsamling i første halvdel av januar for å gjennomføre den nevnte kapitalforhøyelsen. Videre ble det opplyst at den nye hovedeieren mente kapitalforhøyelsen ble anslått å være tilstrekkelig til å dekke første års drift, men at

¹ <https://newsweb.oslobors.no/message/479762>

² <https://newsweb.oslobors.no/message/479767>

³ Vedlegg 1: E-post korrespondanse av 10. desember 2019

⁴ Vedlegg 2: E-post korrespondanse mellom Oslo Børs og bostyrer fra 10. desember 2019 til 16. desember 2019

⁵ Vedlegg 3: Investorpresentasjon

Selskapet senere ville innhente mer kapital senere. Videre fremgikk det at langsiktig eierstrategi var at den nye hovedeieren skulle eie 60-70 % av aksjene i Selskapet.

3.2 Regnskapsrapportering

Det følger av Løpende Forpliktelser punkt 4.2 at selskaper notert på Merkur Market skal utarbeide og offentliggjøre årsrapport og halvårsrapport. Årsrapporten må være revidert, jf. Løpende Forpliktelser punkt 4.2 (3).

Årsrapport må offentliggjøres så raskt som mulig og senest fem måneder etter regnskapsperiodens utgang. Halvårsrapport må offentliggjøres så raskt som mulig og senest tre måneder etter regnskapsperiodens utgang, jf. Løpende Forpliktelser punkt 4.4.

Fristen for offentliggjøring av revidert årsrapport for 2018 utløp dermed 31. mai 2019. Selskapet ble satt på særlig observasjon i henhold til Løpende Forpliktelser punkt 11.4 den 3. juni 2019 som følge av at årsrapporten ikke hadde blitt offentliggjort innen fristen. I henhold til nevnte bestemmelse kan Oslo Børs beslutte å sette handelen av aksjene på særlig observasjon dersom forhold knyttet til Selskapets aksjer gjør kursfastsettelsen særlig usikker. At et selskap eller instrument settes under særlig observasjon påvirker ikke selve handelen, men gir informasjon til markedsaktørene om at det er usikkerhet knyttet til kursfastsettelsen av det aktuelle finansielle instrumentet.

Selskapet offentliggjorde enkelte ureviderte tall den 14. juni 2019, men har ikke offentliggjort revidert årsrapport. Børsmeldingen som ble offentliggjort den 14. juni inneholdt heller ikke noter til tallene, årsberetning eller erklæring fra ansvarlige i Selskapet i henhold til Løpende Forpliktelser punkt 4.2 (2).

Fristen for offentliggjøring av halvårsrapport for 2019 utløp den 30. september 2019 og Selskapet har ikke offentliggjort denne på nåværende tidspunkt.

3.3 Manglende betaling av årlig noteringsavgift

Noteringsavgiften for 2019 på NOK 60 000 forfalt 8. februar 2019 og ble ikke betalt. Etter flere henvendelser fra Oslo Børs ble beløpet tilslutt tapsført den 8. juli 2019 og kravet ble på samme tidspunkt meldt i Selskapets konkursbo. Dette innebærer et brudd på Løpende Forpliktelser punkt 16. Oslo Børs gjør videre oppmerksom på at noteringsavgiften for 2020 på NOK 62 000 ble fakturert 23. januar 2020 med forfall 6. februar 2020. Denne er heller ikke betalt.

3.4 Tidligere brudd

Børsen vil videre bemerke at Selskapet tidligere har mottatt kritikkbrev fra Oslo Børs av 25. oktober 2018 fordi Selskapet ikke rettidig hadde offentliggjort transaksjoner i egne aksjer i henhold til Løpende Forpliktelser punkt 6.1.

4 Børsens behandling av saken

Oslo Børs sendte forhåndsvarsel om strykning til bostyrer den 31. januar 2020 med svarfrist 17. februar 2020. Bostyrer besvarte henvendelsen 5. februar 2020⁶ og vedla kommentarer⁷ fra interessentene som var interessert i en tilbakelevering av boet. Bostyrer anførte at korrekt adressat for henvendelsen burde være Selskapets styre. Videre ble det opplyst at etter det bostyrer kjente til, var styret ikke operativt, men etter det bostyrer hadde forstått var kjent med at investorgruppen forsøkte å få til en tilbakelevering av Selskapet, slik at det var deres kommentarer som burde være relevante når det gjaldt forhåndsvarselet om strykning.

⁶ Vedlegg 4: E-post korrespondanse mellom Oslo Børs og bostyrer fra 31. januar 2020 til 5. februar 2020

⁷ Vedlegg 5: Kommentarer fra interessenter av 5. februar 2020

Basert på det overnevnte sendte børsen forhåndsvarselet om strykning til Selskapets styre den 6. februar 2020 med svarfrist 20. februar 2020. Selskapets styre besvarte henvendelsen 7. februar 2020⁸ og opplyste at de ikke var kjent med investorgruppen og ikke hadde blitt kontaktet i sakens anledning slik tilbakemeldingen fra bostyrer kunne tilsa. Selskapets styre var også i telefonisk kontakt med Oslo Børs samme dag og ga uttrykk for at de ikke hadde innsigelser til en strykning av Selskapet fra Merkur Market. Basert på sistnevnte dialog etterspurte børsen en skriftlig tilbakemelding fra styret den 19. februar 2020 og mottok dette samme dag⁹.

5 Rettslig grunnlag

Det følger av Løpende Forpliktelser punkt 12.1 (1) at Oslo Børs kan stryke finansielle instrumenter utstedt av selskapet hvis de ikke lenger tilfredsstillende vilkårene eller reglene for Merkur Market. Dette gjelder likevel ikke hvis det kan ventes å medføre vesentlig ulempe for eierne av instrumentet eller fasilitetens oppgaver og funksjon å stryke instrumentet.

Videre fremgår følgende av Løpende Forpliktelser punkt 12.1 (3) at før det treffes beslutning om strykning skal spørsmålet om strykning og hvilke tiltak som eventuelt kan iverksettes for å unngå strykning, drøftes med selskapet. Kan det forhold som begrunner strykning rettes, kan Oslo Børs ASA gi selskapet en frist til å rette forholdet eller pålegge selskapet å utarbeide en plan for at foretaket igjen kan oppfylle vilkårene eller reglene. Samtidig skal selskapet gjøres kjent med at hvis forholdet ikke blir rettet eller det ikke legges fram en tilfredsstillende plan innen fristens utløp, vil de finansielle instrumentene bli vurdert strøket.

6 Kommentarer fra bostyrer og investorgruppen

Bostyrer har opplyst at konkursboet ikke kan innestå for at boet virkelig blir tilbakelevert, men at det anses sannsynlig at investorgruppen vil lykkes med å få til en tilbakelevering.

Investorgruppen har i sine kommentarer formidlet et ønske om fortsatt notering av Selskapet på Merkur Market. Som angitt under punkt 3.1 ønsker denne investorgruppen å gjennomføre en tilbakelevering av boet. Investorgruppen har opplyst at de som utgangspunkt er enig med Oslo Børs om at en utsteder som er begjært konkurs ikke er egnet for notering, men at det er flere særegenheter ved dette boet som tilsier at Selskapet ikke bør strykes fra Merkur Market. Investorgruppen har i den forbindelse opplyst at anmeldte krav mot Selskapet er relativt få og at de fleste av disse er små. Videre har det i følge gruppen blitt forhandlet frem en løsning med enkelte av de som har rettet slike krav, under forutsetning av at boet blir tilbakelevert og Selskapet fortsatt er tatt opp til handel på Merkur Market. Når det gjelder bruddene på Løpende Forpliktelser, anfører investorgruppen at de fleste av disse skyldes konkursbehandlingen og i stor grad kan repareres.

Investorgruppen mener det vil medføre en vesentlig ulempe for Selskapets aksjonærer dersom det besluttes strøket fra Merkur Market. Det anføres at aksjonærene vil beholde 11 % av verdiene dersom en tilbakelevering av boet lykkes. Investorgruppen mener at deres løsningsforslag vil gi dagens aksjonærer en betydelig forbedret situasjon med potensiale for videre verdiøkning. Investorgruppen anfører også at de kan garantere at minst 15 % av aksjene i Selskapet ville være spredt blant allmennheten i løpet av 3-6 måneder. Når det gjelder tidsplanen, har investorgruppen opplyst at denne har blitt forskjøvet som følge av at det har tatt tid til å finne løsninger. I følge investorgruppen er det i ferd med å innbetales kapital til det som er planlagt å bli Selskapets nye hovedaksjonær og at så snart dette er ferdigstilt, vil kapitalen stå tilgjengelig for Selskapet.

⁸ Vedlegg 6: E-post korrespondanse mellom Oslo Børs og selskapets styre fra 6. februar 2020 til 7. februar 2020

⁹ Vedlegg 7: E-post korrespondanse mellom Oslo Børs og selskapets styre av 19. februar 2020

7 Kommentarer fra styret

Selskapet styret har opplyst til Oslo Børs at de ikke har innsigelser til at Selskapet blir strøket fra Merkur Market og ønsker at Oslo Børs skal gjøre en fullstendig gjennomgang av saken¹⁰.

8 Børsens vurdering av saken

I henhold til Løpende Forpliktelser punkt 12.1 (1) kan Oslo Børs stryke Selskapets aksjer fra notering hvis de ikke lenger tilfredsstillende vilkårene eller reglene for Merkur Market.

Som hovedregel vil en utsteder som er begjært konkurs anses å ikke være egnet for notering på børsens markedsplasser og vil derfor normalt bli rutinemessig strøket fra notering. Dette fordi selskapets eiendeler vil realiseres og fordeles mellom kreditorer og eventuelt aksjeeiere før selskapet oppløses.

Børsen kjenner ikke til tidligere tilfeller hvor et selskap med aksjer notert på en av Oslo Børs' markedsplasser har begjært konkurs og deretter ønsket å tilbakelevere boet i henhold til konkurslovens § 136. Det må dermed vurderes om dette endrer børsens utgangspunkt om at Selskapet ikke lenger er egnet for notering.

Et sentralt moment i børsens egnethetsvurdering er om Selskapet oppfyller opptaksvilkårene på Merkur Market, samt om Selskapet er i brudd med børsens øvrige regelverk. Dette gjør seg særlig gjeldende i denne saken, hvor Selskapets aksje har vært suspendert fra handel over lang tid og børsen skal vurdere om den skal tas opp til handel igjen. Børsen gjør for ordens skyld oppmerksom på at Selskapets plikt til å følge reglene i Løpende Forpliktelser, herunder reglene om informasjonsplikt og regnskapsrapportering, gjelder selv om Selskapets aksjer er suspendert fra handel.

I henhold til Opptaksreglene på Merkur Market («**Opptaksreglene**») punkt 2.4.1 er det krav om at minst 15 % av Selskapets aksjer må være spredt blant allmennheten.

Det er som nevnt opplyst fra bostyrer at Selskapets nye hovedeier vil eie 89 % av utestående aksjer i Selskapet etter den planlagte kapitalforhøyelsen og at øvrige aksjonærer da vil eie resterende 11 %. Videre er det opplyst at det er foreslått å utstede ytterligere 656 000 nye aksjer som oppgjør til tidligere styreleder i Selskapet. Etter børsens beregninger innebærer dette at 1 202 993 aksjer, ca. 7 % av Selskapet aksjer, vil eies av eksisterende aksjonærer. Dette innebærer en betydelig utvanning av Selskapets eksisterende aksjonærer på 93 %. Selskapet oppfyller etter dette heller ikke vilkåret om 15 % spredning.

Investorgruppen har opplyst at de kan garantere at det i løpet av 3-6 måneder etter en eventuell overtakelse kan garanteres at minst 15 % av aksjene er spredt blant allmennheten. Oslo Børs har derimot ikke blitt forelagt noen nærmere konkrete beskrivelse av hvordan dette faktisk skal gjennomføres, og heller ingen konkret tidsplan hverken for overtakelsen (tilbakeleveringen av boet) eller oppfyllelse av spredningskravet.

Videre foreligger det to utestående brudd for plikten til å offentliggjøre årsrapport og halvårsrapport som nærmere behandlet under punkt 3.2 ovenfor. Det er også et opptaksvilkår at Selskapet har utarbeidet minst én års- eller delårsrapport etter reglene i Løpende Forpliktelser punkt 4.2, jf. Opptaksreglene punkt 2.2.2. I tillegg foreligger det et utestående brudd på plikten til å betale årlig noteringsavgift som angitt i punkt 3.3 ovenfor.

Til dette har investorgruppen anført at dette vil bli rettet så snart som praktisk mulig etter tilbakelevering av boet. Det er derimot ikke fremlagt noen konkret arbeidsplan eller tidsplan for når og hvordan dette skal gjennomføres. Børsen finner dermed å legge begrenset vekt på dette og kan ikke se at Selskapet har demonstrert på en tilstrekkelig måte at bruddene faktisk vil rettes i henhold til en konkret tids- eller tiltaksplan.

¹⁰ Se [Vedlegg 7](#)

Oslo Børs fremhever videre at det har gått lang tid mellom Selskapet begjærte seg konkurs og til alternativet om tilbakelevering av boet ble kjent for Oslo Børs. De presenterte planene innebærer blant annet helt ny aksjonærstruktur, nytt styre, ny ledelse og endringer i Selskapets strategi og virksomhet.

Investorgruppen har anført at Selskapets forretningsidé er uendret og at det med unntak av e-bøker er samme IP-rettigheter som skal kommersialiseres. Gruppen mener derfor at Selskapet ikke er forandret i vesentlig grad.

Børsen forstår av de presenterte planene for Selskapet at dersom den nye hovedeieren kommer inn skal Selskapet utnytte IP-rettighetene for Morgan Kane kommersielt på flere områder. Selskapet fremstår for børsen i vesentlig grad som nytt selskap på Merkur Market, uavhengig av om utnyttelsen av disse rettene foregår i form produksjon av film i egen regi eller ikke. Selskapet vil få en ny hovedeier, dagens aksjonærer blir vesentlig utvannet, nytt styre og administrerende direktør skal velges. Videre er tidligere finansiell historikk er ikke lenger relevant, samt at det vil etableres en ny plan og strategi for virksomheten. I første omgang tilføres også Selskapet kun begrenset ny egenkapital på NOK 1,5 millioner gjennom nevnte kapitalforhøyelse.

Til sistnevnte har investorgruppen anført at den begrensede tilførselen av egenkapital kun reflekterer den planlagte kostnadsstrukturen det første året. Det er opplyst at påtenkt CEO vil arbeide for NOK 1.00 i de første 12 månedene, samt dekke egne reisekostnader. Dette kommer ifølge gruppen alle aksjonærene til gode og vil bidra til at Selskapet konsentrerer sin virksomhet og finner sin form i løpet av de første 12 driftsmånedene etter tilbakelevering av boet. Det er videre opplyst at den tilgjengelige kapitalen da vil være tilstrekkelig til å dekke de løpende behov i perioden. Det er ikke fremlagt noe nærmere likviditetsbudsjett for dette.

Ved søknad om notering på Merkur Market, er et selskap påkrevet å gjennomgå en opptaksprosess ved hjelp av en Merkur-rådgiver som bekrefter at alle opptakskrav er oppfylt og at den nye utstederen er egnet for notering. Det er også krav om at det gjennomføres en begrenset finansiell og juridisk due diligence og at selskapet offentliggjør et opptaksdokument til markedet i henhold til Opptaksreglenes punkt 6.

Oslo Børs har en viktig kontrollfunksjon når det gjelder opptak av nye selskapet på Merkur Market og dette gjenspeiles i opptaksvilkårene og prosessen som må følges for å tas opp til notering. Børsen kan ikke se at det foreligger særskilte grunner til at Selskapet, ved en tilbakelevering av boet, ikke skal gå gjennom en alminnelig opptaksprosess. Dette gjelder særlig fordi flere av opplysningene investorgruppen har meddelt til Oslo Børs om planene for Selskapet, ikke er nærmere konkretisert eller dokumentert. Det vises i den forbindelse blant annet til påstandene om at Selskapet vil oppfylle spredningskravet en tid etter tilbakeleveringen av boet, at vedvarende brudd på børsens regelverk vil rettes og Selskapets likviditet de første tolv måneder. Dette tilsier at Selskapet må gjennom en ny opptaksprosess dersom det skal tas opp igjen til notering på Merkur Market.

Den lange tiden som har gått mellom tidspunktet hvor Selskapet begjærte konkurs og til alternativet om tilbakelevering av boet ble aktuelt, samt de omfattende endringene som er planlagt fra Selskapet, tilsier etter børsens vurdering at Selskapet bør gjennom en alminnelig opptaksprosess for at Selskapets aksjer skal tas opp igjen til handel på Merkur Market.

Selskapet oppfyller ikke flere av vilkårene for opptak til handel på Merkur Market. At et notert selskap ikke oppfyller opptakskravene er normalt ikke et selvstendig grunnlag for strykning, men er et relevant moment der en strykingsvurdering foretas. Sett i sammenheng med det børsen anser som grove og vedvarende brudd på Løpende Forpliktelser, mener børsen at Selskapet ikke lenger tilfredsstillter flere av vilkårene og reglene for Merkur Market. Dette innebærer at vilkåret for strykning av Selskapet fra notering på Merkur Market i Løpende Forpliktelser punkt 12.1 (1) første setning er oppfylt.

Det følger av Løpende Forpliktelser punkt 12.1 (1) annen setning at Oslo Børs likevel ikke kan stryke Selskapet fra notering hvis det kan ventes å medføre vesentlig ulempe for eierne av instrumentet eller fasilitetens oppgaver og funksjon. Det innebærer at det må foretas et skjønn med avveining og vurdering av hensynene for og mot strykning. Det sentrale i avveiningen er børsens og markedets interesse i å kunne foreta strykning når utstedere ikke lenger tilfredsstiller vilkårene eller reglene for Merkur Market, vurdert opp mot aksjonærenes interesse i fortsatt notering.

Børsen har fått opplyst fra investorgruppen at Selskapet har ca. 700 aksjonærer. Oslo Børs legger til grunn at en strykning normalt vil utgjøre en ulempe for aksjonærene ettersom de vil miste tilgangen handel av aksjen på en markeds plass og fordelene ved de reglene utstederen er underlagt i form av blant annet løpende informasjonsplikt og regnskapsrapportering. At ulempen for aksjonærene må være vesentlig, innebærer derimot at slike alminnelige konsekvenser og ulemper ved at et notert selskap blir strøket, ikke er til hinder for at Oslo Børs kan stryke et selskap fra notering.

Oslo Børs vurderer saken til at det ikke foreligger særskilte forhold i denne saken som innebærer at strykningen vil innebære en vesentlig ulempe for aksjonærene i henhold til Løpende Forpliktelser punkt 12.1 (1) annen setning, også hensyntatt artikkel 80 i kommisjonsforordning 2017/565. Børsen mener videre det faktum at Selskapets aksjer har vært suspendert fra handel over en lang periode, uten noen informasjonsgivning fra Selskapet, også tilsier at strykningen ikke vil innebære noen vesentlig ulempe for aksjonærene.

Børsen vurderer videre at planene for Selskapet som presentert til Oslo Børs er beheftet med høy usikkerhet. Det er fremdeles uklart for børsen om en tilbakelevering av boet er mulig å gjennomføre i henhold til konkursloven § 136. Videre er det forelagt lite konkrete tiltaksplaner og detaljerte tidsplaner for forslagene til endring som er fremlagt av investorgruppen.

Bostyrer opplyste til Oslo Børs i desember at det var planlagt å avholde en ekstraordinær generalforsamling i første halvdel av januar, for å gjennomføre kapitalforhøyelsen som beskrevet ovenfor. Dette har ikke blitt gjennomført og investorgruppen har opplyst at dette har tatt lenger tid enn forventet, men at det er i prosess. Det er som nevnt ovenfor derimot ikke fremlagt noen konkret tids- eller tiltaksplan for når og hvordan dette skal gjennomføres.

Det er vanskelig for børsen å ta stilling til om forslaget som er fremlagt fra investorgruppen er til fordel for Selskapets nåværende aksjonærer. Børsen vil med henvisning til drøftelser ovenfor vise til at den nye eierstrukturen vil medføre en betydelig utvanning for eksisterende aksjonærer og at dersom Selskapet skal tas opp til notering igjen på bakgrunn av dette forslaget, kan Selskapet søke opptak på Merkur Market i henhold til alminnelige opptaksregler.

Videre finner Oslo Børs det lite sannsynlig at Selskapet vil kunne rette opp Selskapets vedvarende brudd på regnskapsrapportering og manglende betaling av noteringsavgift innen rimelig tid. Børsen viser til at det heller ikke for dette er fremlagt noen konkrete tiltak eller nærmere tidsplan for retting.

Børsen har også vektlagt at Selskapets styre ikke har innsigelser mot en strykning av Selskapet av Merkur Market.

Etter en samlet vurdering av overnevnte mener Oslo Børs at Selskapets aksjer ikke er egnet for notering på Merkur Market. I denne vurderingen vektlegges at Selskapet ikke lenger tilfredsstiller flere av vilkårene og reglene for Merkur Market. Oslo Børs har i sin vurdering også sett hen til den usikkerhet som foreligger rundt de nye planene for Selskapet, samt at disse under enhver omstendighet inneholder vesentlige

endringer som tilsier at Selskapet må gjennomføre en alminnelig opptaksprosess dersom aksjene skal tas opp til handel på Merkur Market.

I tråd med Løpende Forpliktelser punkt 12.1 (6) og børsens praksis settes iverksettelsestidspunktet for strykningen noe frem i tid for å gi aksjonærene rimelig tid til å innrette seg på at aksjene ikke lenger skal være notert. Tatt i betraktning at Selskapets aksjer har vært suspendert fra handel siden juni 2019, har børsen besluttet at strykningen iverksettes med virkning fra 6. april 2020. Siste noteringsdag vil dermed være 3. april 2020.

På grunnlag av det overnevnte traff Oslo Børs den 6. mars 2020 følgende beslutning:

«Oslo Børs anser at WR Entertainment ASA, utsteder av aksjer med ISIN NO0010755077, ikke er egnet for handel på Merkur Market, og har besluttet å stryke aksjene fra handel, jf. Løpende Forpliktelser punkt 12.1, jf. verdipapirhandellovens § 9-30. Siste noteringsdag for Selskapets aksjer vil være 3. april 2020.»

2.2.2 G3 Exploration Limited – Delisting from Nordic ABM, brev av 22.06.2020

1 Introduction

The matter relates to whether the bonds (the “**Bonds**”) issued by G3 Exploration Limited (the “**Company**”) are no longer suitable for registration on Nordic ABM by failing to respond to enquiries from Oslo Stock Exchange and former violations of the ABM rules.

The reason for the enquiries was investigations by Oslo Stock Exchange with regard to the Company’s obligation to disclose inside information, as well as compliance with other obligations in the ABM rules.

This combined with several former violations by the Company of the ABM rules, entail that the Exchange finds it necessary to consider whether the Company’s bonds are not suitable for registration and accordingly shall be deregistered from trading on Nordic ABM, cf. section 6.1 (1) and (2) of the ABM rules.

2 The factual circumstances of the case

The Bonds matured on 20 November 2017 and should have been repaid by the Company on such date at 102% of par, together with any unpaid interest. As of the date of this decision, no such repayment of the Bonds has been made. The Bonds were moved to special observation on 21 November 2017¹¹ pursuant to section 5.3 of the ABM rules due to the Bonds not having been repaid on the maturity date.

In the fall of 2019, Oslo Stock Exchange became aware of information available on Stamdata¹² about the Bonds which had not been made available on Newsweb. This firstly pertained to an information letter from Nordic Trustee of 11 October 2019¹³ which stated that they had been made aware of a guarantee dated 9 July 2018 that was unknown to Nordic Trustee (as the bond trustee for the Bonds) prior to 8 October 2019. Secondly, the Exchange became aware that Nordic Trustee (on behalf of the bondholders) had formally declared the Bonds to be in default under the bond agreement. Furthermore, steps had been taken by Nordic Trustee to enforce security granted in favor of the bondholders with regard to the Bonds. This was documented through written bondholders’ resolutions¹⁴ which had not been made available on Newsweb in accordance with cf. section 3.2.2 (1) no. 10 of the ABM rules.

¹¹ <https://newsweb.oslobors.no/message/439113>

¹² Nordic Trustee’s portal for bonds

¹³ [Appendix 1](#): Information letter from Nordic Trustee of 11 October 2019

¹⁴ [Appendix 2](#) - Documentation from Nordic Trustee of 21 October 2019 and 18 November 2019

The Exchange sent a request¹⁵ regarding the above to the Company on 13 November 2019 with the deadline for reply set to 18 November 2019. The Exchange requested the following:

- (1) How the Company had considered the above information and its obligation to publicly disclose inside information pursuant to section 3.2.1.1 of the ABM rules.
- (2) How the Company had considered the information about the additional guarantee pursuant to section 3.2.2 (1) no. 8 of the ABM rules, which states that the borrower immediately must publicly disclose factors of material importance as regards mortgaged or pledged items, guarantees and other collateral furnished for the loan, including any new valuation of a mortgaged or pledged item, as well as other factors with a material bearing on the collateral.
- (3) How the Company had considered the information about the bondholders meeting pursuant to section 3.2.2 (1) no. 10 of the ABM rules.

The Exchange also requested that the Company published the documentation referred to above on Newsweb immediately.

On 18 November 2019, the Company requested an extension of the deadline to 25 November 2019, which was granted.

On 25 November 2019, the Company sent an e-mail to Oslo Stock Exchange and stated that it considered it best to respond the enquiry from the Oslo Stock Exchange following a court order from the Cayman Court.

On 13 December 2019, the Company published a stock exchange notice¹⁶ where it was informed that the Cayman Court had appointed joint provisional liquidators to work with the Company's Board of Directors and management in developing a restructuring plan.

On 17 December 2019, the Oslo Stock Exchange sent an e-mail to the Company with a reference to the said stock exchange notice and asked for a reply to the Exchange's request of 1 November 2019 within 20 December 2019. As of this date, the reply is still outstanding.

On 5 June 2020, the Oslo Stock Exchange sent an advance notice of delisting to the Company with deadline for comments set to 22 June 2020. The Company has not provided any comments to the advance notice.

3 Previous matters

The Company has on several previous occasions received violated the ABM rules:

On 3 February 2016¹⁷, the Exchange sent a letter to the Company with respect to its annual report for 2014 and half-yearly report for 2015 not having been published on Newsweb within the stipulated deadlines, being 30 April 2015 for the annual report and 31 August 2015 for the half-yearly report.

On 14 December 2016¹⁸, the Exchange sent an e-mail to the Company with respect to the Company's half-yearly report for 2016 not having been published on Newsweb before 1 October 2016, which was a repeated breach of the ABM rules.

On 5 April 2018¹⁹, the Exchange sent a letter to the Company regarding several violations of the ABM rules, including failure to update contact persons in Newspaper, the duty to make information available on

¹⁵ [Appendix 3](#) - E-mail correspondence between the Oslo Stock Exchange and the Company from 13 November 2019 to 17 December 2019

¹⁶ <https://newsweb.oslobors.no/message/491661>

¹⁷ [Appendix 4](#) - Letter from the Oslo Stock Exchange to the Company of 3 February 2016

¹⁸ [Appendix 5](#) - E-mail from the Oslo Stock Exchange to the Company of 14 December 2016

¹⁹ [Appendix 6](#) - Letter from the Oslo Stock Exchange to the Company of 5 April 2018

Newsweb, hereunder that the Company had not published its half-yearly report for 2017 on Newsweb within the stipulated deadline. Furthermore, the Company had on several other occasions not published information timely on Newsweb in accordance with the ABM rules, including information about company name change and extension of maturity date for the Bonds. The Exchange also emphasized that it considered it serious that the Company had ignored the requests from the Oslo Stock Exchange until the Exchange stated that a deregistration of the Bonds could be the outcome if the Company did not reply. Following receipt of information from the Company, the Exchange decided not to initiate a deregistration of the Bonds, but highlighted that future violations could entail that the Exchange could reconsider such deregistration.

On 4 December 2018²⁰, the Exchange sent an e-mail to the Company with respect to the Company's half-yearly report for 2018 not having been published on Newsweb before 21 September 2018, which was once again a violation of the ABM rules.

4 Legal background

The Oslo Stock Exchange may decide that bonds issued by a borrower in certain circumstances shall be deregistered from Nordic ABM, cf. section 6.1 of the ABM rules:

(1) Oslo Børs ASA may decide that bonds issued by a borrower shall be deregistered if they no longer satisfy the exchange's conditions or if called for on other special grounds. However, Oslo Børs ASA cannot deregister a financial instrument if this can be expected to cause material disadvantage for the owners of the instruments or for the market's duties and function.

(2) If the borrower has grossly or repeatedly violated the provisions of these Rules, the general provisions of securities legislation or legal regulations issued pursuant to such legislation, this shall in general be regarded as a sufficient reason that may call for deregistration of the company's bonds.

(...)

5 The Oslo Stock Exchange's assessment

The Oslo Stock Exchange monitors the issuers' compliance with the applicable disclosure obligations on the Exchange's market places. The Oslo Stock Exchange considers this work to be of high importance for maintenance of the integrity of the market place. A well-functioning market is characterized by all market participants having access to the same information from the issuers at the same time so that investment decisions can be made on the same basis. This contributes to a correct pricing of the relevant financial instruments.

The Company is pursuant to section 3.1.5 (5) of the ABM rules obliged to, upon request, provide the Oslo Stock Exchange with any information the Exchange considers necessary to ensure that the registration of bonds on Nordic ABM is carried out in accordance with the ABM rules, the Trading Rules and the general rules that arise through securities legislation and any regulations issued in this respect, except where such information is subject to a duty of confidentiality imposed by law. This obligation is essential for the Oslo Stock Exchange to follow-up issuers where there is a suspicion of an issuer not disclosing information to the market in accordance with applicable rules.

The Oslo Stock Exchange considers it serious when a company over time fails to comply with the obligation to provide the Exchange with requested information. This prevents the Exchange's work in following up the disclosure obligations of the issuers. This combined with the Company's repeated violations of the ABM rules regarding publication of financial reports on Newsweb, entail that the Oslo Stock Exchange considers it necessary to assess whether the Company's bonds are suitable for listing on Nordic ABM.

²⁰ [Appendix 7](#) - E-mail from the Oslo Stock Exchange to the Company of 4 December 2018

The Oslo Stock Exchange considers the Company's repeated violations of the ABM rules as gross. The Company's duty to provide information to the Exchange relates to important matters regarding the Bonds, being bondholder meetings, extension of the maturity and declaration of default of the Bonds. The Exchange considers that these matters are of particular importance with regard to the Company's duty to disclose information on Nordic ABM. This combined with the Company's repeated violations of the obligation to publish financial reports on Newsweb, implies that the Exchange concludes that the condition for deregistration of the Bonds pursuant to section 6.1 (1) first sentence is fulfilled.

Pursuant to section 6.1 (1) second sentence of the ABM rules, the Exchange cannot deregister a financial instrument if this can be expected to cause material disadvantage for the owners of the instruments or for the market's duties and function. This implies that a wide discretion has to be made as to the reasons for and against deregistration when making the assessment of deregistering a bond loan. The interest of the Exchange and the market in being able to delist issuers which repeatedly and grossly violate the ABM rules must be weighed against the bondholders' interest in a continued registration of the Bonds on Nordic ABM.

An important aspect of a registration on Nordic ABM is the flow of information from the Company to its investors, in this case the creditors. The flow of information from a company with bonds on Nordic ABM shall be predictable and in accordance with the ABM rules. When an issuer repeatedly fails to comply with these rules, it reduces the value of the registration on Nordic ABM for its bondholders. In this case, the Company has repeatedly violated its obligation to provide the Exchange with requested information for the Exchange to consider whether the Company has complied with its obligations as an issuer with bonds registered on Nordic ABM. Furthermore, the Company has not made several of its financial reports available on Newsweb within the stipulated deadlines of the ABM rules and also violated other disclosure obligations. This contributes to a reduced value of the listing for the Company's bondholders.

The Exchange has also taken into consideration that the Bonds matured on 20 November 2017 without being paid by the Company. The Exchange also notes that there has been very limited trade volume in the Company's Bonds. Furthermore, the Company has not provided any reply or comments to the Exchange's advance notice of delisting.

Based on the above, the Oslo Stock Exchange considers that a deregistration of the Bonds will not cause any material disadvantage for the bondholders or for the market's duties and function, cf. section 6.1 (1) second sentence of the ABM rules.

Following an overall assessment of the above, the Oslo Stock Exchange considers that the Bonds are no longer suitable for listing on Nordic ABM. As stated above, the Exchange also considers that a deregistration of the Bonds will not cause any material disadvantage for the bondholders or for the market's duties and function.

The Exchange also refers to the decision by the Exchange of 1 June 2017 to deregister the bonds of Island Offshore Shipholding L.P. following repeated and gross violations of the duty to provide information to the Exchange upon request. The Exchange also took into consideration that the Company had been given public criticism from the Exchange for not having published financial reports within the deadlines set out in the ABM rules.

The Exchange has limited means of reacting to violations of the ABM rules. Given the repeated violations of the ABM rules made by the Company, the Exchange finds that no other available forms of reaction in the ABM rules are considered appropriate in this case.

The Oslo Stock Exchange has accordingly reached the conclusion that the Bonds are not suitable for listing on Nordic ABM. The Oslo Stock Exchange has on 25 June 2020 therefore made the following decision:

“The Oslo Stock Exchange considers that the bonds issued by G3 Exploration Limited with ISIN NO0010838857 are not suitable for registration on Nordic ABM due to repeated and ongoing violations of the ABM rules on financial reporting and obligation to provide the Oslo Stock Exchange with requested information. The Oslo Stock Exchange has decided to deregister the bonds from Nordic ABM pursuant to section 6.1 (1) of the ABM rules with effect from 3 August 2020. The last listing date will be 31 July 2020.”

2.2.3 LAVO.TV AS – Gjentatte brudd på reglene for selskaper tatt opp til handel på Merkur Market – Beslutning om strykning, brev av 17.09.2020

1 Innledning og sammendrag

Lavo.tv AS («Lavo» eller «Selskapet») har vært tatt opp til handel på Merkur Market siden 20. juni 2018 og er underlagt løpende forpliktelser for selskaper tatt opp til handel på Merkur Market («Løpende Forpliktelser»).

Oslo Børs har hatt tett oppfølging av Lavo både i forbindelse med opptaket på Merkur Market og i etterkant med løpende saker vedrørende Selskapets informasjonsplikt. Sistnevnte har resultert i to overtredelsesgebyr i løpet av ett år;

- I juni 2019 ble Selskapet ilagt et overtredelsesgebyr på NOK 300 000 for vesentlig brudd på plikten til å melde innsideinformasjon til markedet etter Løpende Forpliktelser punkt 3.1.²¹
- I februar 2020 ble Selskapet ilagt et overtredelsesgebyr på NOK 50 000 for vesentlig brudd på plikten til å offentliggjøre årsrapport og halvårsrapport etter Løpende Forpliktelser punkt 4.3 og 4.4.²²

Selskapet offentliggjorde i en børsmelding²³ den 11. juni 2020 at [REDACTED] var ansatt som ny administrerende direktør i Lavo. [REDACTED] har tidligere hatt sentrale roller i andre selskaper på Oslo Børs og Merkur Market som har blitt ilagt overtredelsesgebyrer for brudd på løpende informasjonsplikt, se punkt 3 nedenfor. Børsen er av den oppfatning at [REDACTED] ikke oppfyller egnethetskravene til daglig leder i henhold til Løpende Forpliktelser punkt 2.3 jf. Opptaksregler for Merkur Market («Opptaksreglene») punkt 2.3, og at ansettelsen av ham som daglig leder i juni 2020 utgjør et brudd med børsens regelverk.

Selskapet har opplyst at de ikke er enig i børsens vurderinger, men har som et avhjelpende tiltak foreslått at [REDACTED] fratrer stillingen og erstattes med en ny daglig leder, forutsatt at Oslo Børs ikke stryker Selskapets aksjer fra handel på Merkur Market. Isolert sett anser Oslo Børs dette som et godt og relevant tiltak, men ettersom ansettelsen representerer det tredje vesentlige bruddet på Løpende Forpliktelser i løpet av det siste året og Selskapet tidligere har fått uttrykkelig beskjed om at ytterligere brudd ville kunne medføre strykning, har Oslo Børs konkludert med at tiltaket ikke er tilstrekkelig til å rette forholdene og at Selskapets aksjer følgelig ikke lenger er egnet for opptak til handel på Merkur Market, jf. Løpende Forpliktelser punkt 12.1.

Sakens faktiske forhold er nærmere belyst under punkt 3 nedenfor. Det rettslige grunnlaget er oppsummert i punkt 4, mens Selskapets kommentarer er inntatt i punkt 5. Børsens endelige vurdering og konklusjon følger av punkt 6.

2 Kort om Selskapet

Lavo.tv AS er et norsk aksjeselskap stiftet i 2013. Selskapet ble tatt opp til handel på Merkur Market 20. juni 2018 med tickeren «LAVO-ME». Selskapet er lokalisert i Oslo.

²¹ 2020-02-06 Lavo.tv AS – Overtredelse plikten til å offentliggjøre års- og halvårsrapport

²² 2019-06-17 Lavo.tv AS – Overtredelse av løpende informasjonsplikt

²³ <https://newsweb.oslobors.no/message/507591>

Selskapets hovedvirksomhet består i å utvikle innovative mobiløsninger for TV-bransjen. Lavos mobilapplikasjon ble forhåndslansert i 2017 og Selskapet tilbyr i dag utvalgte sports- og underholdningsklipp.

Det følger av Selskapets årsrapport for 2019, offentliggjort i børsmelding²⁴ 30. juni 2020, at likviditetssituasjonen til Selskapet var krevende, og at Selskapet per 31.12.2019 hadde en negativ egenkapital på NOK 11 422 701, slik at styrets handleplikt etter aksjeloven § 3-5 var inntrådt. Selskapet hadde ved regnskapsårets utgang finansiell risiko knyttet til gjeld til finansielle långivere samt leverandørgjeld. Det var også knyttet risiko til videre finansiering og likviditet. I mangel av andre finansieringsmuligheter, besluttet styret å inngå en konvertibel låneavtale med European High Growth Opportunities datert 10. juni 2020 på NOK 12,5 millioner, som i et påfølgende addendum datert 29. juni 2020 ble endret til en konvertibel låneavtale på NOK 8 750 000 og et egenkapitalinskudd på NOK 3 750 000 gjennom en kapitalforhøyelse. Deler av lånebeløpet er per dato for dette brevet konvertert til aksjer.

Selskapet hadde per 10. september 2020 utstedt 265 337 112 aksjer til kurs NOK 0,0298 per aksje, hvilket gir en markedsverdi på ca. NOK 7,91 millioner. Det er da ikke tatt hensyn til utvanningseffekter av konvertible lån eller utstedte tegningsretter. Hittil i år har det omsatte volumet vært ca. 669 millioner aksjer fordelt på 11 694 handler. Selskapet hadde per 10. september 2020 totalt 1 021 aksjonærer hvorav de 50 største samlet eier ca. 66,8 % av aksjene.

3 Sakens faktiske forhold

Den 11. juni 2020 kl. 06:41 publiserte Selskapet en børsmelding hvor det offentliggjorde ansettelsen av [REDACTED] som ny administrerende direktør. Selskapet publiserte deretter, kl. 06:43, en etterfølgende børsmelding²⁵ vedrørende ny finansiering via European High Growth Opportunities – et selskap tilknyttet Alpha Blue Ocean. Sistnevnte børsmelding ble korrigert i en ny børsmelding²⁶ samme dag kl. 08:51.

[REDACTED] har tidligere hatt sentrale roller i Oxy Group PLC («**Oxy Group**»), som tidligere var tatt opp til handel på Merkur Market, og i Element ASA («**Element**»), som er notert på Oslo Børs. Under [REDACTED] tid i Oxy Group ble selskapet ilagt maksimalt overtredelsesgebyr på NOK 1 000 000 for ikke å ha opplyst om vesentlig informasjon vedrørende konvertering av «shareholder advances» til Oslo Børs i opptaksprosessen for Merkur Market.²⁷ I tillegg var informasjon om konverteringen av såkalte «shareholder advances» begrenset og utilstrekkelig omtalt i selskapets opptaksdokument. Innsideinformasjon vedrørende konverteringen av «shareholder advances» ble heller ikke offentliggjort i henhold til reglene som gjelder for Merkur Market.

I tillegg til ovennevnte, initierte Oslo Børs en informasjonspliktsak mot Oxy Group våren 2017 hvor saken var av en slik karakter at børsen vurderte å stryke selskapet. Oxy Group valgte imidlertid selv å søke om strykning idet saken materialiserte seg, og selskapet ble kort tid etter strøket fra Merkur Market.

[REDACTED] var videre styreleder i Element på tidspunktet da selskapet ikke rettidig offentliggjorde informasjon vedrørende revisors fratreden og bakgrunnen for dette. Børsen mente i denne saken at det faktum at EY trakk seg som selskapets revisor som følge av det de mente var vesentlige mangler ved selskapets finans- og regnskapsfunksjon utgjorde innsideinformasjon og at børsmeldingen som offentliggjorde dette var mangelfull og ga en uriktig beskrivelse av de faktiske forhold. Dette medførte at Oslo Børs besluttet å ilegge selskapet et overtredelsesgebyr på NOK 586 200 for brudd på plikten til å offentliggjøre innsideinformasjon.²⁸

²⁴ <https://newsweb.oslobors.no/message/509019>

²⁵ <https://newsweb.oslobors.no/message/507592>

²⁶ <https://newsweb.oslobors.no/message/507609>

²⁷ 2016-08-17 Oxy Group PLC - Violation charge for breach of the Merkur Market rules

²⁸ 2019-05-09 Element ASA - Overtredelse av løpende informasjonsplikt

På bakgrunn av overnevnte forhold, sendte markedsovervåkningen ved Oslo Børs en e-post til [REDACTED] den 12. juni 2020 og gjorde Selskapet oppmerksom på at børsen, basert på den nye informasjonen Selskapet hadde publisert, ville gjøre en vurdering av hvorvidt Lavo fortsatt var egnet for opptak til handel på Merkur Market. Børsen viste i denne forbindelse til [REDACTED] tidligere historikk som styreleder i henholdsvis Oxy Group og Element i en periode hvor begge selskapene ble ilagt overtredelsesgebyr for brudd på børsens regelverk, samt det faktum at bruk av konvertible «dødsspirallån» – tilsvarende den nye finansieringen som ble børsmeldt 11. juni 2020 – hadde vært et sentralt tema i forbindelse med opptaket av Lavo på Merkur Market. I januar 2019 ble Selskapet også orientert om at opptak av nye konvertible finansieringsavtaler med potensiell stor utvanning og komplekse vilkår trolig ville medføre at Selskapets aksjer ikke ville bli ansett til å være egnet for handel på Merkur Market. Oslo Børs ba om Selskapets kommentarer til overnevnte innen 22. juni 2020 kl. 09:00.

Oslo Børs mottok en e-post fra [REDACTED] den 22. juni 2020 kl. 08:50 hvor det ble redegjort for forholdene rundt den nye finansieringen. [REDACTED] opplyste i samme e-post at han ville komme tilbake med konkrete tilbakemeldinger på sine tidligere posisjoner i Oxy Group og Element på et senere tidspunkt. Oslo Børs mottok slik tilbakemelding per e-post én uke senere, den 30. juni 2020 («E-posten»)²⁹.

Basert på tilbakemeldingen fra Selskapet, sendte børsen deretter et forhåndsvarsel om strykning til Selskapet den 19. august 2020 med frist for å komme tilbake med kommentarer innen 4. september 2020 kl. 09:00. Selskapet innga sine kommentarer til forhåndsvarselet i en redegjørelse signert deres juridiske rådgiver, [REDACTED] den 3. september 2020 («Redegjørelsen»)³⁰, og sendte samtidig over CV³¹ for foreslått ny daglig leder. Børsen har lagt E-posten og Redegjørelsen til grunn som faktum i saken.

4 Rettslig grunnlag

Selskaper har en plikt etter Løpende Forpliktelser punkt 2.3 til å «*sørge for at opptaksreglenes krav til ledelse og styre, fri omsettelighet og stemmerett, jf. opptaksregler for Merkur Market pkt. 2.3.1, 2.3.2, 2.3.3, 2.4.4 og 2.4.5 til enhver tid oppfylles.*»

Det følger av Opptaksreglene punkt 2.3 (1) at «*De personer som sitter i selskapets ledelse må ikke ha opptrådt på en slik måte at det gjør dem uskikket til å delta i ledelsen av et selskap tatt opp til handel på Merkur Market.*»

Videre fremgår det av Opptaksreglene punkt 2.3 (2) at «*Selskapet skal ha tilstrekkelig kompetanse til å tilfredsstillende kravene til korrekt og rettidig informasjonsgivning og -håndtering (...).*»

Hensynet bak opptakskravet og den løpende forpliktelsen om egnethet er å sikre at styret og ledelsen i selskaper tatt opp til handel på Merkur Market har tilstrekkelig kompetanse til å tilfredsstillende kravene til korrekt og rettidig informasjonsgivning. Selskapenes informasjonshåndtering og etterlevelse av løpende informasjonsplikt er av stor betydning for markedsaktørenes tillit til Merkur Market som markeds plass. Et velfungerende verdipapirmarked kjennetegnes av at alle markedsaktører har tilgang på lik informasjon og at vesentlig informasjon offentliggjøres rettidig av utstedere som har finansielle instrumentene tatt opp til handel. Dette bidrar til en korrekt prising av selskapene og til å sikre markedets integritet. Også hensynet til Oslo Børs' og de øvrige markeds plassenes renommé tilsier at utstederne bør være seriøse aktører som både oppfyller opptakskravene og kravene i Løpende Forpliktelser.

I henhold til Løpende Forpliktelser punkt 12.1 (1) kan Oslo Børs stryke finansielle instrumenter utstedt av et selskap hvis det ikke lenger tilfredstiller vilkårene eller reglene for Merkur Market. Dette gjelder likevel ikke

²⁹ Vedlegg 1 – E-postkorrespondanse mellom Oslo Børs og Selskapet [REDACTED] i perioden 11. – 30. juni 2020

³⁰ Vedlegg 2 – Selskapets kommentarer til forhåndsvarsel datert 3. september 2020

³¹ Vedlegg 3 – CV for foreslått ny daglig leder, [REDACTED]

hvis det kan ventes å medføre vesentlig ulempe for eierne av instrumentet eller fasilitetens oppgaver og funksjon å stryke instrumentet.

Videre følger det av Løpende Forpliktelser punkt 12.1 (3) at før det treffes beslutning om strykning skal spørsmålet om strykning og hvilke tiltak som eventuelt kan iverksettes for å unngå strykning, drøftes med selskapet. Kan det forhold som begrunner strykning rettes, kan Oslo Børs ASA gi selskapet en frist til å rette forholdet eller pålegge selskapet å utarbeide en plan for at foretaket igjen kan oppfylle vilkårene eller reglene. Samtidig skal selskapet gjøres kjent med at hvis forholdet ikke blir rettet eller det ikke legges fram en tilfredsstillende plan innen fristens utløp, vil de finansielle instrumentene bli vurdert strøket.

5 Selskapets kommentarer

Selskapet har i E-posten gjort rede for sine vurderinger av daglig leders egnethet, og i Redegjørelsen angitt hvilke relevante tiltak som vil bli iverksatt dersom Børsen beslutter å ikke stryke Selskapets aksjer fra handel.

5.1 E-posten av 30. juni 2020 – redegjørelse for daglig leders egnethet

I E-posten har [REDAKERT] redegjort for sine posisjoner i henholdsvis Oxy Group og Element. [REDAKERT] innleder e-posten med å påpeke at han har stor respekt for det å være daglig leder eller styremedlem i noterte selskaper på Oslo Børs, Oslo Axess og Merkur Market og de krav som stilles til transparens, herunder rettidig og fylldesgjørende informasjonsgivning til markedet.

Vedrørende overtredelsessaken mot Oxy Group, fremhever [REDAKERT] i E-posten at det ikke forelå noen bevisst tilbakeholdelse av informasjon vedrørende «shareholders advances», men at dette skyldtes tidspress i forbindelse med opptaket til handel på Merkur Market.

Når det gjelder overtredelsessaken mot Element, skriver [REDAKERT] at det heller ikke i denne saken forelå noen bevisst forsinket offentliggjøring. Det var ikke snakk om manglende kunnskap eller respekt om reglene vedrørende informasjonsplikt, og styret hadde oppfattet saken annerledes enn EY. [REDAKERT] presiseres videre at styrets ansvar knyttet til å kunne håndtere børsrelaterte forpliktelser var usedvanlig god, men at det til tross for dette dessverre likevel gikk galt.

Avslutningsvis anfører [REDAKERT] at på bakgrunn av de erfaringene han har gjort seg basert på de tidligere overtredelsessakene, er det hans betraktning at han antagelig mer enn andre daglige ledere for mindre noterte selskaper med begrensede ressurser har mer fokus og kunnskap om de rettslige og praktiske sidene vedrørende informasjonsgivning. Han har videre som mål å legge betydelig vekt på dette i sitt virke i Lavo.

5.2 Redegjørelsen – beskrivelse av foreslåtte tiltak

I Redegjørelsen opprettholder Selskapet (og [REDAKERT]) sitt standpunkt om at de er uenige i Oslo Børs' vurdering om at [REDAKERT] ikke er skikket til å inneha en ledende stilling i et selskap notert på Oslo Børs eller Merkur Market. Selskapet er videre av den oppfatning at det ikke foreligger brudd på Løpende Forpliktelser i forbindelse med ansettelsen av [REDAKERT] som daglig leder, og at det dermed ikke foreligger grunnlag for strykning av Lavo. Selskapet opplyser at de ved ansettelsen av [REDAKERT] var klar over noe av hans historikk knyttet til styreroller, men at de i ettertid og som følge av Oslo Børs sin reaksjon på ansettelsen, ser at det hadde vært fornuftig å diskutere børsens syn på [REDAKERT] før ansettelse.

Det anføres videre i Redegjørelsen at de tidligere bruddene på Løpende Forpliktelser i stor grad gjelder forhold som stammer fra en tid med en annen ledelse, styre og eiere i Selskapet, og Selskapet mener derfor at disse bruddene ikke kan ha særlig vekt i forhold til en strykningsbeslutning høsten 2020. Det vises også til at compliance-arbeidet har akselerert i 2020 samtidig som utviklingen av produktet går fremover og finansiering har vært bedre tilgjengelig.

Selv om Selskapet ikke deler Oslo Børs sin oppfatning rundt [REDACTED] skikkethet, skriver Selskapet at de er svært opptatt av et godt forhold til Oslo Børs og ønsker å opprettholde sin notering. Selskapet forsøker derfor ikke i Redegjørelsen å overbevise børsen om sitt syn på [REDACTED] utover det som fremkommer av E-posten, og redegjør i stedet for konkrete tiltak som vil iverksettes for å unngå mulig strykning:

Det første og mest konkrete tiltaket Selskapet foreslår er at [REDACTED] trer ut fra ledelsen. Han vil fra tidspunktet en ny daglig leder tiltrer gjennom sitt konsulentselskap yte tjenester til Lavo innenfor områdene forretningsutvikling, underleverandører og for øvrig bistå daglig leder. Det er opplyst at [REDACTED] vil rapportere til daglig leder, som igjen vil ha ansvaret for daglig drift, IR, alle økonomiske forhold, herunder regnskapsfører og revisor samt all ekstern rapportering, også til Merkur Market og Oslo Børs.

Kandidaten som er foreslått som ny daglig leder anføres å være kompetent og skikket, og selv om han ikke har konkret erfaring med å sitte i ledelsen i et børsnotert selskap i Norge, har han god kjennskap til generell verdipapir- og børsregelverk. Kandidaten er uavhengig [REDACTED], styremedlemmene i Selskapet og Alpha Blue Ocean eller noen av dets ansatte. Det er en betingelse for tiltredelse at ny finansiering kommer på plass og at Selskapet ikke blir strøket fra Merkur Market, slik forhåndsvarslet av Oslo Børs.

Selskapet opplyser videre at parallelt med å få på plass en ny daglig leder, arbeides det med en utvidet finansiering på EUR 1 million. Også en slik finansiering er betinget av at Selskapet forblir notert på Merkur Market. Det arbeides også med å få på plass ett nytt styremedlem som planlegges annonsert i løpet av september 2020.

Endelig skriver Selskapet at det er klar over at det vil være svært viktig å ikke trå feil i fremtiden, og at det vil «fokusere betydelige ressurser på å sikre overholdelse av samtlige forpliktelser fremover».

6 Børsens vurdering av saken

6.1 Daglig leders egnethet

Som det fremgår ovenfor, er det et krav etter Løpende Forpliktelser punkt 2.3 jf. Opptaksreglene punkt 2.3 at styret og ledelsen i et selskap tatt opp til handel på Merkur Market oppfyller egnethetskravene og at selskapet har tilstrekkelig kompetanse til å tilfredsstille kravene til korrekt og rettidig informasjonsgivning og -håndtering.

Slik redegjort for i punkt 1 og 3, har [REDACTED] tidligere hatt sentrale roller i to andre selskaper som har vært ilagt overtredelsesgebyrer for brudd på løpende informasjonsplikt på Oslo Børs. At [REDACTED] har hatt posisjoner i selskaper som på tidspunktet hvor han var styreleder ikke har overholdt børsens regelverk og er ilagt strenge reaksjoner, er forhold av vesentlig betydning for egnethetsvurderingen.

Videre vil børsen fremheve at Lavo er et lite selskap med begrensede ressurser, hvilket skjerper kravene til daglig leders og styrets bevissthet om det regelverket som gjelder for selskaper tatt opp til handel på Merkur Market.

Selskapet anfører i E-posten at [REDACTED] på bakgrunn av de erfaringene han har gjort seg i de tidligere overtredessakene antagelig har mer fokus og kunnskap om de rettslige og praktiske sidene vedrørende informasjonsgivning enn andre daglige ledere for mindre noterte selskaper med begrensede ressurser. Børsen kan vanskelig se at dette er tilfelle.

At [REDACTED] ikke har tilstrekkelig kjennskap til eller fokus på overholdelse av løpende informasjonsplikter, underbygges av det faktum at [REDACTED] ved korrespondansen i pågående sak med Oslo Børs ikke overholdt

fristen for tilbakemelding på samtlige av de etterspurte forhold. Ti minutter før den ordinære fristen løp ut, sendte [REDACTED] en e-post til Oslo Børs hvor kun det ene av de to etterspurte forholdene ble kommentert, og hvor han ga seg selv en fristforlengelse på ytterligere én uke til å besvare resterende del e-posten. Selskaper tatt opp til handel på Merkur Market har opplysningsplikt overfor Oslo Børs, jf. Løpende Forpliktelser punkt 2.5, og når børsen fastsetter en frist for å komme med tilbakemelding, forventes det at Selskapet å overholde denne. Dersom Selskapet har behov for ytterligere tid, er det mulig å be om fristutsettelse.

Videre viser børsen til at Selskapet så sent som i midten av august 2020 ikke overholdt plikten etter Løpende Forpliktelser punkt 9.4 (3) om å straks offentliggjøre gjennomføring av endringer i aksjekapitalen, herunder størrelsen på ny aksjekapital og totalt antall stemmer og aksjer utstedt. Det følger av veiledningen til nevnte bestemmelse at for norske selskaper anses kapitalendringen som gjennomført når denne er registrert i Foretaksregisteret. Så vidt børsen kan se, ble den nye kapitalen registrert i Foretaksregisteret 19. august 2020, mens børsmeldingen først ble publisert 3. september 2020, i overkant av to uker senere.

At Lavo i løpet av den korte tiden Selskapet har vært tatt opp til handel på Merkur Market, allerede er ilagt to overtredelsesgebyrer for brudd på regelverket, skjerper også kravene til egnethet og tilsier at Selskapet bør ledes av en person med bedre kompetanse om de forpliktelsene Selskapet er underlagt.

Selskapet har et selvstendig ansvar for å sørge for at styret og ledelsen til enhver tid oppfyller egnethetskravene i henhold til Løpende Forpliktelser punkt 2.3 jf. Opptaksreglene punkt 2.3.1. Børsen er av den oppfatning at ansettelsen av [REDACTED] som ny daglig leder i juni 2020 er å anse som et brudd på dette regelverket ettersom han etter børsen vurdering ikke oppfyller egnethetskravene. [REDACTED] tidligere erfaringer som styreleder i selskaper som har vært gjenstand for overtredelsesgebyrer, er informasjon som både er offentlig tilgjengelig på Oslo Børs' hjemmesider og som har vært utførlig omtalt i media de siste årene, særlig i forbindelse med Element-saken. Selskapet har opplyst i Redegjørelsen at det var kjent med noe av [REDACTED] historikk knyttet til styreroller i forbindelse med ansettelsesprosessen, og det faktum at styret likevel valgte å ansette ham som ny administrerende direktør, anser børsen som svært kritikkverdigg.

[REDACTED] historikk sett i sammenheng med at Selskapet historisk sett har hatt utfordringer med å overholde informasjonsplikten til markedet i henhold til Løpende Forpliktelser, viser grove og vedvarende brudd på det regelverket som gjelder, samt svak dømmekraft fra Selskapets side. Oslo Børs anser dette som alvorlig, særlig tatt i betraktning at daglig leders egnethet var et sentralt tema ved opptak til handel i 2018 og at Selskapet tidligere har fått varsel om at ytterligere brudd på regelverket vil kunne medføre strykning.

Det er på bakgrunn av overnevnte Oslo Børs' vurdering at Lavo ikke oppfyller vilkåret for opptak til handel på Merkur Market vedrørende ledelsens egnethet, og at dette representerer et brudd på Løpende Forpliktelser punkt 2.3 jf. Opptaksreglene punkt 2.3.

6.2 Vurdering av de foreslåtte tiltak

Selskapet har valgt å ikke gå nærmere inn på børsen vurderingen av hvorvidt [REDACTED] er egnet til å inneha en lederstilling i Selskapet utover å vise til det som fremkommer av E-posten, men har foreslått at [REDACTED] trer ut fra Selskapets ledelse og erstattes med en ny daglig leder. Spørsmålet blir således om det foreslåtte tiltaket er tilstrekkelig for å rette de forhold som begrunner strykning, slik at strykning følgelig kan unngås, jf. Løpende Forpliktelser punkt 12.1 (3).

Isolert sett anser Oslo Børs at bytte av daglig leder er et godt og høyst relevant tiltak i saker hvor egnethetskravet viser seg å ikke være oppfylt. Børsen er imidlertid ikke overbevist om at tiltaket er tilstrekkelig til å rette de forhold som nå begrunner en styrkning av Selskapets aksjer i foreliggende tilfelle. Børsen viser til at denne saken utgjør den tredje vesentlige overtredelsen av Løpende Forpliktelser i løpet av ett år, i tillegg til enkelte mindre alvorlige forhold. Hadde ansettelsen av [REDACTED] vært det eneste bruddet på børsens regelverk, ville saken kunne stilt seg annerledes. Selskapet har imidlertid i løpet

av den relativt korte tiden det har vært tatt opp til handel på Merkur Market hatt store utfordringer med å overholde sine forpliktelser innenfor ulike områder, herunder krav til informasjonshåndtering og offentliggjøring av finansielle rapporter, og dette synes å ha vært tilfelle uavhengig av hvem som har sittet i Selskapets styre og ledelse.

Videre fremkommer det av Redegjørelsen at [REDAKERT] skal yte tjenester til Selskapet gjennom sitt konsultentselskap. Tatt i betraktning at Lavo er et selskap med få ansatte og begrensede ressurser, setter børsen spørsmålstegn ved hvor reell den nye ordningen vil være. Selv om [REDAKERT] formelt trer ut av Selskapets ledelse, fremstår det for børsen som at han likevel vil få en relativt sentral rolle i driften av Selskapet ettersom han skal yte tjenester innenfor områdene «*forretningsutvikling, underleverandører og for øvrig skal bistå daglig leder*», hvilket er egnet til å svekke kvaliteten av det foreslåtte tiltaket.

Når det gjelder den planlagte finansieringen på EUR 1 million, opplyses det ikke i E-posten eller i Redegjørelsen om strukturen på denne eller hvem som er långiver. Børsen kan uansett ikke se at en slik finansiering vil være et tiltak av betydning i foreliggende sak, og nøyer seg med å vise til tidligere dialog vedrørende opptak av konvertible finansieringsavtaler med potensiell stor utvanning og komplekse vilkår.

Børsen har videre tatt til etterretning at Selskapet planlegger å innsette et nytt styremedlem, og legger til grunn at dette styremedlemmet skal komme i tillegg til de to eksisterende styremedlemmene i Selskapet ettersom det i Redegjørelsen ikke opplyses om noen utskiftninger. Det er følgelig børsens forståelse at de samme personene som var med på å ansette og vurdere [REDAKERT] som egnet som daglig leder i juni 2020, vil fortsette i sine verv som styremedlemmer i Selskapet fremover, men med tillegg av ett nytt medlem.

6.3 Forholdet til aksjonærene

Det følger av Løpende Forpliktelser punkt 12.1 (1) annen setning at Oslo Børs likevel ikke kan stryke Selskapet fra notering hvis det kan ventes å medføre vesentlig ulempe for eierne av instrumentet eller fasilitetens oppgaver og funksjon. Det innebærer at det må foretas et skjønn med avveining og vurdering av hensynene for og mot strykning. Det sentrale i avveiningen er børsens og markedets interesse i å kunne foreta strykning når utstedere ikke lenger tilfredsstiller vilkårene eller reglene for Merkur Market, vurdert opp mot aksjonærenes interesse i fortsatt notering.

Selskapet har anført at hensynet til aksjonærmassen på over 900 aksjonærer må veie tungt i vurderingen av strykning, og viser til at det er en ikke ubetydelig handel i aksjen på daglig basis.

Oslo Børs legger til grunn at en strykning normalt vil utgjøre en ulempe for aksjonærene ettersom de vil miste tilgang til handel av aksjen på en markeds plass og fordelene ved de reglene utstederen er underlagt i form av blant annet løpende informasjonsplikt og regnskapsrapportering. At ulempen for aksjonærene må være vesentlig, innebærer derimot at slike alminnelige konsekvenser og ulemper ved at et notert selskap blir strøket, ikke er til hinder for at Oslo Børs kan stryke et selskap fra notering. Oslo Børs vil i denne forbindelse vise til sitt siste vedtak om overtredelsesgebyr i Lavo av 6. februar 2020 hvor børsen eksplisitt uttalte at «*både fremtidige brudd, og andre forhold av betydning for Selskapets egnethet for opptak til handel vil kunne medføre at Oslo Børs iverksetter en prosess som leder frem til strykning av Selskapet fra Merkur Market*»³². At Selskapets aksjer kunne bli gjenstand for strykning ved ytterligere brudd, har følgelig vært en reell risiko aksjonærene har vært kjent med.

³² 2020-02-06 Lavo.tv AS – Overtredelse plikten til å offentliggjøre års- og halvårsrapport

Oslo Børs vurdering er derfor at det ikke foreligger særskilte forhold i denne saken som innebærer at strykningen vil medføre en vesentlig ulempe for aksjonærene i henhold til Løpende Forpliktelser punkt 12.1 (1) annen setning, også hensyntatt artikkel 80 i kommisjonsforordning 2017/565³³.

Selskapet ved [REDACTED] har opplyst i sin e-post av 22. juni 2020 at det er et vilkår under låneavtalen inngått med European High Growth Opportunities den 10. juni 2020 at Selskapets aksjer skal være tatt opp til handel på Merkur Market. At en utsteder inngår avtale med eksterne tredjeparter med vilkår om notering, er ikke et forhold Oslo Børs vil legge vekt på i vurderingen av hvorvidt Selskapets aksjer er egnet for opptak til handel på Merkur Market. Markedsovervåkingen ved Oslo Børs legger betydelige ressurser i overvåking av markedet og utsteders overholdelse av utsteders forpliktelser knyttet til rapportering, informasjonsgiving og forbud mot markedsmissbruk. Ved brudd på regelverket, kan børsen i henhold til Løpende Forpliktelser blant annet iverksette tiltak overfor utstedere, herunder initiere styrknings sak. Dette regimet må være likt for alle utstedere forutsatt at de objektive vilkårene for strykning er oppfylt, og utstedere kan følgelig ikke unndra seg slike tiltak ved å vise til vilkår i eksterne dokumenter som forutsetter videre notering av selskapets aksjer.

6.4 Avsluttende bemerkninger og konklusjon

Oslo Børs arbeider løpende med selskapenes etterlevelse av regelverket på børsens markedsplasser. Dette er et prioritert arbeid og vurderes av børsen som svært viktig for å ivareta de ulike markedsplassenes integritet.

Selskapet har anført at de ikke mener at ansettelsen av [REDACTED] som daglig leder utgjør et brudd med Løpende Forpliktelser. Oslo Børs er ikke enig i dette og anser i tillegg bruddet som vesentlig all den tid (i) daglig leders egnethet var et sentralt tema ved opptak til handel i 2018, (ii) at Selskapet var kjent med [REDACTED] (iii) at Selskapet så sent som i februar 2020 fikk eksplisitt varsel om at ytterligere brudd på regelverket ville kunne medføre strykning.

Selv om Selskapet isolert sett har foreslått et relevant tiltak for å rette bruddet som ble begått i juni 2020 da [REDACTED] ble ansatt som daglig leder, er børsens vurdering at dette tiltaket ikke er tilstrekkelig for å sikre videre notering av Selskapet. Ved beslutning om strykning har Oslo Børs foretatt en helhetsvurdering hvor det også er sett hen til Selskapets tidligere historikk, hvilket inkluderer flere overtredelser av regelverket som gjelder på Merkur Market i løpet av en relativt kort tidsperiode. Til tross for at Selskapet opplyser at de vil fokusere betydelige ressurser på overholdelse av regelverket i fremtiden, mener børsen at Selskapet ikke vil kunne rette opp de forhold som begrunner styrkning ved å ansette en ny daglig leder.

Selskapets anførsel om at om de tidligere bruddene på Løpende Forpliktelser i stor grad stammer fra en tid med en annen ledelse, styre og eiere i Selskapet og derfor ikke kan tillegges særlig vekt i strykningsbeslutningen, er videre et resonnement børsen ikke følger. For det første følger slike overtredelser Selskapet som sådan, uavhengig av sammensetningen på dets ledende organer eller eierforhold. Slik det fremstår for børsen, investorene og markedet for øvrig, er det *Lavo.tv AS* som har begått bruddene. For det andre fremgår det av kunngjøringsportalen på Brønnøysundregistrens hjemmesider at det er flere av de samme medlemmene som satt i styret i september 2019, da Selskapet ikke rettidig offentliggjorde halvårsrapporten for 2019 og ble ilagt overtredelsesgebyr, som var med på å ansette [REDACTED] som ny daglig leder. Det er videre børsens forståelse at disse medlemmene vil fortsette i sine styreverv i *Lavo* fremover.

Oslo Børs er avhengig av at selskaper tatt opp til handel på Merkur Market til enhver tid oppfyller visse minimumskrav for å sikre tilstrekkelig kvalitet på markedsplassen. Av hensyn til markedets integritet og investormassen, er det begrenset hvor mange sjanser børsen kan gi et selskap som ikke egner å overholde sine løpende forpliktelser i henhold til regelverket. På denne bakgrunn er det børsens konklusjon at en

³³ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32017R0565>

fortsatt notering av Selskapets aksjer er mer ufordelaktig for Oslo Børs (Merkur Market) og markedets integritet enn det en strykning vil være for aksjonærene i Selskapet.

Særlig tatt i betraktning de gjentatte overtredelsene, sett i sammenheng med børsens tidligere advarsel om at fremtidig brudd kunne medføre strykning, anser børsen ikke at det foreligger andre egnede reaksjonsformer i denne saken. Etter en samlet vurdering har Oslo Børs dermed besluttet å stryke Selskapets aksjer fra handel på Merkur Market.

I tråd med Løpende Forpliktelser punkt 12.1 (6) og børsens praksis settes iverksettelsestidspunktet for strykningen noe frem i tid for å gi aksjonærene rimelig tid til å innrette seg på at aksjene ikke lenger skal være tatt opp til handel på Merkur Market. Oslo Børs har besluttet at strykningen iverksettes med virkning fra 2. november 2020, og siste handelsdag vil dermed være 30. oktober 2020.

På grunnlag av overnevnte traff Oslo Børs den 17. september 2020 følgende beslutning:

«Oslo Børs anser at Lavo.tv AS, utsteder av aksjer med ISIN NO 0010793326, ikke er egnet for handel på Merkur Market, og har besluttet å stryke aksjene fra handel, jf. Løpende Forpliktelser punkt 12.1, jf. verdipapirhandellovens § 9-30. Siste handelsdag for Selskapets aksjer vil være 30. oktober 2020.»

Børsens beslutning om strykning fra Merkur Market kan ikke påklages, jf. Børssirkulære 1/2015.

3 LØPENDE UTSTEDERREGLER

3.1 Likebehandling av aksjonærer

3.1.1 XXL ASA – Merknader til kapitalinnhenting, brev av 14.02.2020

1 Innledning

Det vises til børs melding av 15. oktober 2019 hvor XXL ASA («Selskapet») offentliggjorde et negativt resultatvarsel for tredje kvartal og plassering av en fulltegnet emisjon på NOK 400 millioner³⁴. Tegningskursen var på NOK 15 per aksje og fordelt mellom fire eksisterende aksjonærer som følger:

- Altor Funds – 16 823 856 nye aksjer
- ODIN – 2 990 830 nye aksjer
- Ferd – 2 990 188 nye aksjer
- Dolphin Management – 2 205 956 aksjer
- Artic Funds – 1 655 837 nye aksjer

Av børs meldingen fremgikk det også at det ville bli gjennomført en reparasjonsemisjon på NOK 100 millioner. Reparasjonsemisjonen åpnet ikke for overtegning og var fulltegnet av Altor.

Oslo Børs følger rutinemessig opp emisjoner i børsnoterte selskaper, spesielt ut i fra likebehandlingsøyemed. Oslo Børs rettet på denne bakgrunn en forespørsel til Selskapet med anmodning om redegjørelse for enkelte forhold rundt emisjonen.

2 Prosessen som ledet frem til offentliggjøring

Selskapet har i korrespondanse med Oslo Børs opplyst at det sent på ettermiddagen fredag 11. oktober 2019 ble klart for Selskapet at resultatet i tredje kvartal ville bli betydelig svakere enn forventet og at det forelå risiko for brudd på gjeldende finansielle covenant i Selskapets bankfasilitet dersom tiltak ikke ble

³⁴ <https://newsweb.oslobors.no/message/487098>

gjennomført. Selskapet anså informasjonen som innsideinformasjon og besluttet utsatt offentliggjøring. Oslo Børs ble varslet om dette kort tid etter.

Gjennom helgen arbeidet Selskapet med å sammenstille og kvalitetssikre de foreløpige Q3-tallene for XXL-konsernet, og å gjøre innledende vurderinger av ulike handlingsalternativer for Selskapet.

For Selskapet var situasjonen slik at det måtte offentliggjøre et resultatvarsel og at det var nødvendig å gjennomføre en emisjon. Selskapet vurderte derfor at de konseptuelt hadde to handlingsalternativer:

1. Å offentliggjøre resultatvarselet uten å ha en løsning på egenkapitalsituasjonen og en reforhandlet avtale med långiverbankene på plass; eller
2. Å offentliggjøre resultatvarselet sammen med informasjon om en plassert emisjon og reforhandlet avtale med långiverbankene.

Selskapet har opplyst til Oslo Børs at det vurderte at det ville være meget skadelig for aksjonærverdiene i Selskapet å offentliggjøre et resultatvarsel uten samtidig å kunne presentere en finansiell løsning. Selskapet vurderte også at en offentliggjøring kunne vanskeliggjøre arbeidet med å etablere en finansiell løsning på akseptable vilkår.

Selskapet var gjennom helgen i kontakt med fire av de største aksjonærene. Det ble videre avholdt møte med bankene mandag 14. oktober, hvor bankene ga uttrykk for villighet til å akseptere foreslåtte endringer under forutsetning av at selskapet ble tilført NOK 500 millioner i ny egenkapital.

Etter møtet med bankene fortsatte diskusjonene med de fire største aksjonærene. Fra deres side var situasjonen at ODIN og Ferd var villige til å stille opp i en emisjon for sine respektive proratariske andeler. Dolphin Management AS var også villige til å stille opp, uten at deres deltakelse ble tallfestet. Altor på sin side var villige til å stille opp med den manglende kapitalen, men satte klare betingelser for dette, herunder med hensyn til tegningskurs (NOK 15 per aksje), størrelse og struktur på transaksjonen og vervet som styreleder i Selskapet etter den rettede emisjonen.

Samme dag engasjerte Selskapet finansielle rådgivere som sammen med Selskapet og deres juridiske rådgiver vurderte de ulike emisjonsalternativene. Ett av flere punkter som ble forhandlet med Altor var kretsen av investorer som skulle inviteres til å delta i den rettede emisjonen. Altor aksepterte at denne ble utvidet til også å omfatte Arctic Funds (i tillegg til Dolphin Management, Ferd og ODIN). Selskapet oppfattet det slik at det ikke var rom for å gå lengre nedover aksjonærlisten. Det ble også oppnådd enighet med Altor om at det skulle gjennomføres en relativt stor reparasjonsemisjon på NOK 100 millioner til kurs NOK 15, som skulle garanteres av Altor.

3 Børsens vurdering

Børsen gjennomgår rutinemessig rettede emisjoner og vurderer disse opp mot kravet til likebehandling i børsens regelverk³⁵. Oslo Børs ser ved denne vurderingen blant annet hen til formålet med emisjonen, størrelse, tegningskurs, hvem som er gitt anledning til å delta i emisjonen og hvordan tegningskursen er satt. Om det gjennomføres en etterfølgende reparasjonsemisjon vil dette etter omstendighetene kunne vektlegges.

Børsen legger til grunn at Selskapet på tidspunktet hvor de vurderte ulike løsninger var i en anstrengt finansiell situasjon hvor det forelå risiko for covenantbrudd dersom Selskapet ikke innhentet ny egenkapital. Dette tilsier at den rettede emisjonen var et egnet og relevant tiltak for å løse Selskapets finansielle situasjon på tidspunktet hvor dette ble besluttet.

³⁵ <https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Retningslinjer-for-likebehandling>

Av styreprotokollene som er fremlagt fremgår det at styret har gjort en grundig vurdering av om en fortrinnsrettsemisjon kunne være et alternativ, men hvor det konkluderes med at dette vil være en dårligere løsning for Selskapet tatt i betraktning den kritiske situasjonen som forelå, transaksjonskostnadene for en slik løsning og sikkerhet for gjennomføring sammenliknet med en rettet emisjon. Oslo Børs finner derfor ikke grunn til å overprøve Selskapets vurdering av at en rettet emisjon med påfølgende reparasjonsemisjon var den beste løsningen for Selskapet ut fra omstendighetene som forelå på beslutningstidspunktet. Børsen finner derimot grunn til å knytte noen merknader til vilkårene og modellen for kapitalinnhenting.

Selskapet har opplyst at Altor stilte tilnærmet alle betingelser for kapitalinnhenting, herunder tegningskurs, størrelse på tildeling og struktur på transaksjonen, i tillegg til vervet som styreleder i Selskapet etter gjennomføring av emisjonen.

Børsen har forståelse for at Selskapet var i en presset situasjon og sto overfor et vanskelig dilemma hvor det var avhengig av å etterkomme betingelser stilt av en stor aksjonær for å innhente nødvendig egenkapital. Børsen vil likevel understreke at det går en grense for hva Selskapet på vegne av aksjonærfellesskapet kan akseptere av betingelser fra enkeltaksjeeiere. Det vises i den forbindelse til kritikkbrev av 19. mai 2017 (Havila Shipping)³⁶ og 11. mars 2014 (Songa Offshore)³⁷.

Dette gjelder særlig i en situasjon som den foreliggende, hvor Altor også satte som betingelse at kretsen av aksjonærer som skulle involveres i forhandlingene skulle begrenses til et minimum. I en slik situasjon er det mer utfordrende å argumentere for at vilkårene som ble akseptert, var det beste alternativet for Selskapet – når disse i hovedsak er de eneste som ble presentert og vurdert. Børsen er derfor noe kritisk til om alle vilkårene oppstilt av Altor var forholdsmessige sett i forhold til den løsningen som ble akseptert av Selskapet.

Børsen vil peke på at det finnes eksempler på en rekke rettede emisjoner hvor én eller flere aksjonærer på forhånd forplikter seg til å tegne seg for deler av en rettet emisjon uten at hele emisjonen er fulltegnet på forhånd og hvor én enkelt aksjonær sikrer seg en så stor tildeling som i foreliggende sak – også tatt i betraktning kravet om tegningskurs. Det er vanskelig for børsen å overprøve Selskapets vurdering av at et slikt alternativ ikke var mulig, men børsen kan vanskelig se at Altor hadde noe annet motiv for å begrense andelen aksjonærer som ble involvert i forhandlingene enn ensidig å sikre seg selv best mulig vilkår for deltakelse i kapitalinnhenting.

Når det gjelder fastsettelse av tegningskurs, er børsen som utgangspunkt kritisk til at en tegningskurs som avviker fra børskurs settes gjennom dialog med en begrenset krets, i motsetning til en bred og forsvarlig bookbuilding. Børsen er derimot enig med Selskapet at rabatten mot børskurs på 31 % ikke kan vurderes isolert, ettersom denne ikke hensyntar resultatvarselet og det faktum at Selskapet ville stått uten finansiering dersom emisjonen ikke hadde blitt plassert før offentliggjøring.

Strukturen på reparasjonsemisjonen, hvor denne ble garantert av en hovedaksjonær uten at det ble åpnet for overtegning, er etter børsens erfaring svært uvanlig. Oslo Børs er prinsipielt kritisk til en slik struktur på en reparasjonsemisjon, hvor formålet primært skal være at de aksjonærene som ikke har deltatt i den rettede emisjonen skal få muligheten til å begrense utvanningseffekten av en rettet emisjon på samme vilkår som de som deltok i den rettede emisjonen, ikke at en hovedaksjonær skal kunne sikre seg høyere tildeling til en forhåndsbestemt kurs. Børsen ser at Altor har tatt en risiko når det gjelder den fremtidige kursutviklingen, noe som også ser ut til å materialisere seg i foreliggende sak hvor børskursen har falt i etterkant av offentliggjøring av transaksjonen. Dette endrer likevel ikke børsens standpunkt om at premisene for strukturen på en reparasjonsemisjon bør være styrt av hensynet til aksjonærene som ikke får deltatt i den rettede emisjonen og ikke fordeler som kan oppnås av en deltaker i den rettede emisjonen.

³⁶ Vedtak og uttalelser 2017 s. 82 flg.

³⁷ Vedtak og uttalelser 2014 s. 55 flg.

Oslo Børs har etter en helhetsvurdering besluttet å avslutte saken med dette brevet, men ber Selskapet ta det overnevnte til etterretning. Det gjøres oppmerksom på at børsen kan benytte dette brevet som veiledning til andre markedsaktører ved å gjøre brevet tilgjengelig på Oslo Børs' hjemmeside under «Vedtak og uttalelser».

3.2 Løpende informasjonsplikt mv.

3.2.1 Nidaros Sparebank – Vedrørende enkelte børsmeldinger offentliggjort 6. mars 2020, brev av 17.06.2020

Det vises til følgende børsmeldinger fra Nidaros Sparebank («Banken») 6. mars 2020:

- Melding sendt kl. 11.31: «Forslag til utbytte 2019 - Nidaros Sparebank» («Melding 1»)
- Melding sendt kl. 12.43 «Innkalling til ordinært forstanderskapsmøte i Nidaros Sparebank» («Melding 2»)
- Melding sendt kl. 12.46 «Protokoll ordinært forstanderskapsmøte» («Melding 3»)

Oslo Børs vil med dette brevet påpeke brudd på løpende forpliktelser for selskaper tatt opp til handel på Merkur Market «Løpende forpliktelser» i tilknytning til Melding 1- 3, samt veilede Banken i en riktig forståelse av regelverket på områdene som meldingene berører.

Innledningsvis presiseres det at Løpende forpliktelser gjelder selskaper som har aksjer tatt opp til handel på Merkur Market, men at reglene også gjelder for bl.a. egenkapitalbevis så langt de passer, jf. Løpende forpliktelser pkt. 1.2 (2).

Det vises til Løpende forpliktelser pkt. 9.3 som regulerer selskapshandlinger der det gis rettigheter av økonomisk verdi. Første ledd fastsetter at dersom en selskapshandling innebærer at aksjeeierne gis rettigheter av økonomisk verdi (utbytte, m.fl.), kan aksjen tidligst handles eksklusiv den aktuelle rettighet handelsdagen etter at beslutningen er truffet. Andre ledd presiserer at selskapet skal orientere Oslo Børs ASA om beslutning som nevnt i første ledd innen kl. 14.00 dagen før aksjen handles eksklusiv den aktuelle rettighet, med mindre slike opplysninger fremkommer av informasjon som tidligere er offentliggjort i medhold av pkt. 3, f. eks. innkalling til generalforsamling.

Børsen har enkelte kommentarer til Bankens overholdelse av denne bestemmelsen. Utbyttet ble vedtatt av forstanderskapet 5.mars, jf. Melding 3. I henhold til Løpende Forpliktelser pkt. 9.3 (1) kan tidligste eksklusive rett til utbytte være 6.mars. Dette er i tråd med Melding 1 som også opplyste også at siste dag inklusive rett til utbyttet var passert (5. mars). Børsens vurdering er at den sene offentliggjøringen av Melding 1 fratok markedsaktørene muligheten til å tilpasse seg utbyttebeslutningen, og eventuelle handler vil kunne gjøres på et ufullstendig eller feil informasjonsgrunnlag. Bankens egenkapitalbevis ble uansett ikke omsatt 5. eller 6. mars, og problemstillingen er således hypotetisk, men likevel reell. Markedsaktørene må kunne ha tillit til at informasjon om utbytte og andre selskapshandlinger hvor det gis rettigheter av økonomisk verdi er riktig offentliggjort av utsteder.

Børsen kan heller ikke se å ha mottatt orientering om beslutning om utbytte innen kl. 14.00 dagen før eks. datoen, jf. pkt. 9.3 (2). Børsens undersøkelser har ikke vist at informasjon om siste dag inklusive og første dato eksklusive rett til utbytte allerede var offentliggjort, og vurderer det som et formalbrudd på bestemmelsen.

Protokollen fra forstanderskapsmøtet ble offentliggjort i Melding 3. Det fremkom også i Melding 1 at generalforsamlingen var avholdt dagen før. Som det fremgår innledningsvis ble disse meldingene offentliggjort noen få timer inn i påfølgende handelsdag. Løpende forpliktelser pkt. 8.4 fastsetter at det straks skal offentliggjøres at generalforsamling er avholdt. Børsen vurderer offentliggjøringen av at generalforsamlingen var avholdt som for sen i forhold til bestemmelsens ordlyd, både på grunnlag av Melding 1 og Melding 3. Børsen legger til at grunn at denne type informasjon kan offentliggjøres nært i tid etter at møtet er avsluttet.

Innkalling til generalforsamlingen (omtalt som forstanderskapsmøte i meldingen) ble offentliggjort i Melding 2, dagen etter avholdelse. Relevant bestemmelse i Løpende forpliktelser er pkt. 8.2. I følge veiledningen til pkt 8.2 kommer bestemmelsen til anvendelse for innkalling til møter for forstanderskap, representantskap og valgmøter, for utstedere av egenkapitalbevis, så langt den passer. Det følger av pkt. 8.2 (2): *«Selskapet skal offentliggjøre innkalling til generalforsamling med vedlegg. Selskapet skal i tillegg offentliggjøre dokumenter som gjelder saker som skal behandles på generalforsamlingen. Dette gjelder også dokumenter som skal inntas i eller vedlegges innkallingen til generalforsamlingen. Slik offentliggjøring skal foretas så snart dokumentene er gjort tilgjengelig for aksjeeierne»*. Offentliggjøring skal skje via Oslo Børs NewsPoint, jf. Løpende forpliktelser pkt. 5.1. Det ivaretar at opplysningen blir tilgjengelig på www.newsweb.no. Børsen legger til grunn at innkallingen med vedlegg ble gjort tilgjengelig for egenkapitalbevisene betydelig tidligere enn med Melding 2, som var dagen etter avholdt generalforsamling, og vurderer det som at Nidaros Sparebank har brutt siste setning i pkt. 8.2 (2).

Banken oppfordres til å sette seg bedre inn i bestemmelsene i Løpende forpliktelser om generalforsamlinger/forstanderskapsmøter og selskapshandlinger. Dette er regelmessige hendelser hvor det er viktig at utsteder kjenner regelverket og børsens forventninger. Markedsaktørene må også kunne ha tillit til at denne type informasjon er rettidig kommunisert av utsteder og distribuert i tråd med Løpende forpliktelser og markedspraksis.

Banken ble notert på Merkur Market 14. juni 2019 og er en relativt ny utsteder. Den nevnte generalforsamlingen og utbyttebeslutningen er Bankens første som er gjenstand for offentliggjøring etter Løpende forpliktelser. Det er likefult viktig at Banken tar inn over seg at offentliggjøringen av disse hendelsene nå reguleres av Løpende forpliktelser.

Børsen avslutter vår oppfølging av saken med dette brev, men det gjøres oppmerksom på at forholdene kan legges til grunn ved eventuelle senere sanksjonssaker. Banken gjøres også oppmerksom på at brevet kan benyttes som veiledning til andre ved publisering på Oslo Børs sin hjemmeside, ved henvisning til brevet i børsens veiledning til Løpende forpliktelser og/eller inkludere brevet i børsens årlige utgivelse av vedtak og uttalelser.

3.2.2 XXL ASA – Vedrørende notering av fortrinnsretter, brev av 15.04.2020

1 Innledning

Det vises til børsmeldinger av 1. april 2020, hvor XXL ASA («**Selskapet**») annonserte en fortrinnsrettsemisjon på NOK 400 millioner og en refinansiering som innebar ny bankgjeld på NOK 1,45 milliarder kroner.

Av børsmeldingen fremgikk det at tre av selskapets største aksjonærer (Altor, Ferd og ODIN) hadde kommittert seg til å tegne for sin pro rata andel av fortrinnsrettsemisjonen. Ferd hadde i tillegg garantert for 22,899 nye aksjer, mens Selskapets daglige leder hadde garantert for 4 millioner nye aksjer. Altor hadde

garantert for resten av emisjonen, men fondet ville ikke være forpliktet til å garantere for mer enn at deres eierandel utgjorde 33,33 % (pga. tilbudsplikt). Skulle det likevel være nødvendig for å fylle emisjonen kunne Altor velge å gi Selskapet et fireårig usikret konvertibelt obligasjonslån for tilsvarende sum. Av børsmeldingen fremgikk det at fortrinnsrettene ikke ville bli tatt opp til notering.

Oslo Børs tok kontakt med Selskapet samme dag for å diskutere hvorfor fortrinnsrettene ikke skulle tas opp til notering i henhold til opptaksreglenes punkt 8.2 (1). Det følger av denne regelen at fortrinnsretter til aksjetegning mot innskudd i penger etter allmennaksjeloven § 10-4, i en aksjeklasse som er eller vil bli børsnottet, skal tas opp til børsnotering med mindre Oslo Børs finner at rettene ikke har allmenn interesse, ikke kan forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning eller av andre grunner ikke anses egnet for børsnotering.

Bakgrunnen for at fortrinnsretter som utstedes i henhold til allmennaksjeloven § 10-4 som hovedregel skal opptas til notering, er at aksjonærer som av ulike årsaker ikke kan tegne seg for nye aksjer skal ha mulighet til å omsette fortrinnsretten. Aksjonærene skal dermed kunne oppnå en økonomisk gevinst dersom aksjen handles på et høyere nivå enn tegningskursen.

I samtalen med Selskapet og dets juridiske rådgiver den 1. april 2020, ble det forklart fra Selskapets side at det var lagt opp til at fortrinnsrettene ikke skulle være omsettelige og dermed falle utenfor regelen. Oslo Børs viste med henvisning til brev av 8. mai 2018 (Hiddn Solutions) i Vedtak og uttalelser 2018 s. 115 flg., til at børsen som et klart utgangspunkt ikke aksepterer at selskapene strukturerer en fortrinnsrettsemisjon slik at fortrinnsrettene ikke er omsettelige.

Oslo Børs sendte en skriftlig henvendelse samme dag hvor dette ble understreket og etterspurte en skriftlig redegjørelse for hvorfor Selskapet mente fortrinnsrettene ikke var ansett egnet for børsnotering. Selskapet besvarte henvendelsen 3. april 2020.

2 Selskapets redegjørelse

Selskapet har i sin redegjørelse vist til at de lenge har stått overfor en vanskelig finansiell situasjon og arbeidet med ulike alternativer for å sikre en løsning, i hovedsak for å unngå brudd på finansielle covenants per 31. mars 2020. Denne dagen ble det oppnådd enighet med bankene om en refinansiering av bankgjelden, med krav fra bankene at Selskapet ble tilført NOK 400 millioner i egenkapital.

Selskapet hadde over noe tid vært i dialog med Altor om en mulig garanti. Etter at løsningen med bankene var på plass, var det dialog mellom ledelsen og enkelte av Selskapets største aksjonærer. Basert på denne dialogen ble to hovedalternativer for en garantert emisjon presentert for styret i løpet av kvelden den 31. mars 2020:

- (i) en garantert fortrinnsrettsemisjon med omsettelige fortrinnsretter priset med en markedsmessig rabatt til TERP, antatt til rundt 30 %, hvor tegningskursen ville fastsettes rundt tidspunktet for den kommende ekstraordinære generalforsamling (om ca. tre uker), eller
- (ii) en garantert emisjon rettet mot selskapets aksjonærer uten omsettelige retter hvor tegningskursen var NOK 5 per aksje og fastsatt ved tidspunkt for annonsering, noe som representerte en premie på 15 % i forhold til volumvektet kurs over siste 5 handelsdager inkludert 31. mars 2020.

Selskapets styre vurderte det slik at kombinasjonen av et meget volatilt marked, kapitalbehovets størrelse i forhold til eksisterende markedsverdi på beslutningstidspunktet, og løsning (i) sin iboende risiko for å ende opp med en langt mer utvannende transaksjon gitt normal rabatt til TERP basert på aksjekursen tre til fire uker frem i tid, tilsa en at løsning (ii) med sikkerhet for emisjonskurs på en bedre og sikrere måte ville ivareta aksjonærenes interesser. Et alternativ med en fast emisjonskurs på NOK 5 og omsettelige retter ble foreslått av Selskapet, men ikke akseptert av Altor.

Selskapet har også anført at emisjonen ikke er en fortrinnsrettsemisjon i henhold til allmennaksjelovens § 10-4 og således faller utenfor børsens regel om opptak av fortrinnsretter.

3 Børsens vurdering

Det følger som nevnt av opptaksreglene for Oslo Børs punkt 8.2 (1) at fortrinnsretter til tegning av aksjer som nevnt i opptaksreglene punkt 8.1 nr. 1, dvs. fortrinnsretter til aksjetegning mot innskudd i penger etter allmennaksjeloven § 10-4, i en aksjeklasse som er eller vil bli børsnotert, skal tas opp til børsnotering med mindre Oslo Børs finner at rettene ikke har allmenn interesse, ikke kan forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning eller av andre grunner ikke anses egnet for børsnotering.

Dette kravet skiller seg fra opptaksreglenes punkt 8.3, som omhandler opptak av øvrige tegningsretter til notering. Slike retter *kan* etter søknad til Oslo Børs tas opp til notering. Ved utstedelse av fortrinnsretter følger det av opptaksreglenes punkt 8.2 at rettene *skal* tas opp til notering med mindre Oslo Børs finner at rettene ikke har allmenn interesse, ikke kan forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning eller av andre grunner ikke er egnet for børsnotering.

Selskapet hevder i sin skriftlige redegjørelse at den annonserte emisjonen ikke er en fortrinnsrettsemisjon i henhold til allmennaksjeloven § 10-4 og således faller utenfor børsens regel om opptak av fortrinnsretter. Børsen vil bemerke at dette ikke ble nevnt i samtalen børsen hadde med Selskapet den 1. april 2020. Børsen registrerer videre at Selskapet i børsmeldingene av 1. april 2020 omtalte emisjonen som en fortrinnsrettsemisjon (eng: *rights issue*), mens den i generalforsamlingsdokumentene som ble offentliggjort den 3. april er omtalt som en emisjon (eng: *share issue*) rettet mot alle aksjonærer per dato for generalforsamling. Børsen kan derimot ikke se at det er noen reell forskjell på en fortrinnsrettsemisjon i henhold til asal. § 10-4 og det som ble presentert i innkalling til ekstraordinær generalforsamling 3. april 2020. Dette fremstår derfor for børsen mer som et ytterligere grep fra Selskapet for å forsøke å komme utenom børsens regel om notering av fortrinnsrettene, og kan heller ikke medføre at kravet om notering av fortrinnsretter i opptaksreglenes punkt 8.2 ikke kommer til anvendelse.

Et selskap kan ikke omgå kravet om opptak av fortrinnsretter til notering ved å strukturere transaksjonen slik at fortrinnsrettene ikke er omsettelige, eller gjør andre grep for å besørge at rettene ikke har allmenn interesse, ikke kan forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning eller av andre grunner ikke anses egnet for børsnotering. Dette ville medført at regelen enkelt kunne omgås og dermed ikke ha noen reell effekt.

Det følger klart av ordlyden i opptaksreglenes 8.2 at det er Oslo Børs som tar avgjørelsen av om vilkårene for å ikke ta opp fortrinnsrettene til notering er oppfylt. Børsen har en svært restriktiv praksis hva gjelder unntak fra regelen om at fortrinnsretter skal tas opp til handel, ettersom det for fortrinnsretter er en presumpsjon om at disse er egnet for notering. Dette har en side til prinsippet om likebehandling. Tegningskursen i en fortrinnsrettsemisjon settes normalt med en betydelig rabatt og emisjonen er i de fleste tilfeller garantert. Dersom tegningsrettene ikke er omsettelige, kan dette medføre at garantisten(e) kan sitte igjen med et større antall tegningsretter og dermed tegne seg for nye aksjer til en betydelig rabatt på bekostning av aksjonærer som ikke kan tegne seg og ikke har mulighet til å omsette tegningsrettene.

Oslo Børs kan i foreliggende sak ikke se at det foreligger omstendigheter som innebærer at fortrinnsrettene ikke har allmenn interesse, ikke kan forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning eller av andre grunner ikke anses egnet for børsnotering.

Børsens regel om krav til opptak av fortrinnsretter til handel er ikke utformet slik at Selskapet selv kan beslutte å fravike børsens regel fordi det mener at den ikke er rettfærdig eller hensiktsmessig i en konkret sak. Børsen ønsker likevel å knytte enkelte bemerkninger til Selskapets anførsler i den forbindelse.

Selskapet har anført at hensynet bak regelen ikke gjør seg gjeldende i foreliggende sak ettersom tegningskursen i emisjonen ikke ble satt med rabatt, men med en premie på 15 % i forhold til volumvektet kurs på NOK 4,35 de siste 5 handelsdager før notering.

Til dette vil børsen bemerke at Selskapets aksjekurs steg 85,1 % samme dag som refinansieringen ble offentliggjort den 1. april 2020, fra sluttkurs NOK 4,7 dagen før annonsering til sluttkurs NOK 8,7 den 1. april 2020. Børsen mener derfor Selskapets tilnærming om at det ikke forelå noen rabatt ved fastsettelse av emisjonskursen ikke hensyntar at Selskapet samtidig med annonseringen av fortrinnsrettsemisjonen også offentliggjorde informasjon om at Selskapet var sikret en refinansiering av ny bankgjeld på NOK 1,450 milliarder. Børsen mener er grunn til å tro at denne informasjonen bidro til den merkbare økningen i Selskapets aksjekurs og at vurderingen av om tegningskursen ble satt med rabatt ikke kan vurderes isolert ut fra Selskapets aksjekurs i forkant av offentliggjøringen av refinansieringen. Under enhver omstendighet er regelen om krav til notering av fortrinnsretter ikke avhengig av at det settes en bestemt rabatt eller rabatt overhodet. Dette fordi fremtidig kursutvikling er særdeles vanskelig å forutse i forkant. Det sentrale for vurderingen er om det kan være interesse for muligheten til å omsette rettene, noe som normalt vil være tilfelle.

Selskapet har i stor grad basert sin argumentasjon på en vurdering opp mot kravet om likebehandling i løpende forpliktelser punkt 2.1. Til dette vil børsen bemerke at likebehandlingsregelen gjelder parallelt med kravet om notering av fortrinnsretter og at en manglende notering av fortrinnsretter etter omstendighetene også kan innebære et brudd på likebehandlingsregelen i tillegg til regelen om opptak av fortrinnsretter til notering. Det er derimot ikke slik at så lenge Selskapet har vurdert at kravet til likebehandling er overholdt, kan de selv beslutte å fravike kravet om opptak av fortrinnsretter til notering i henhold til opptaksregelens punkt 8.2.

Selskapet har videre anført at det er et bedre alternativ for aksjonærene å kunne selge mer likvide aksjer fremfor mindre likvide tegningsretter for å tegne seg i fortrinnsrettsemisjonen til en eventuell rabattert kurs og gjennom dette sikre verdiene av rettene. Børsen vil til dette bemerke at antatt nivå på handelsinteresse i fortrinnsrettene i normaltilfellene ikke er et relevant moment for om rettene skal noteres eller ikke. Det sentrale for vurderingen er om det kan være interesse for muligheten til å omsette rettene, noe som normalt vil være tilfelle. Videre vil det være mer inngripende å selge aksjer enn å kunne omsette selve fortrinnsretten, ettersom man i sistnevnte tilfelle beholder eierskapet selv om man omsetter fortrinnsretten.

Selskapet har også anført at det i foreliggende sak er generalforsamlingen som tar stilling til forslaget om fortrinnsrettsemisjon hvor det er lagt opp til at rettene ikke skal være omsettelige og at aksjonærene dermed får mulighet til selv å vedta eller forkaste forslaget. Børsen vil i denne forbindelse understreke at det er Selskapets styre som er ansvarlig for Selskapets overholdelse av børsens regelverk. Vilkårene er fremforhandlet og foreslått av Selskapets styre, slik at selve styrevedtaket er i strid med børsens regel. Selskapets styre kan derfor ikke legge over dette ansvaret på Selskapets aksjonærer ved at disse skal stemme ned en fortrinnsrettsemisjon. Konsekvensen av dette vil også være at Selskapet kan stå uten finansiering.

4 Avsluttende bemerkninger

Basert på det overnevnte kan børsen i den foreliggende sak ikke se at det foreligger omstendigheter som medfører at fortrinnsrettene ikke har allmenn interesse, ikke kan forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning eller av andre grunner ikke anses egnet for børsnotering. Oslo Børs anser derfor Selskapets beslutning om å ikke notere fortrinnsrettene som et brudd på opptaksregelens punkt 8.2. Det er følgelig ikke slik at Selskapet selv kan beslutte å fravike børsens regel basert på om Selskapet mener at regelen ikke er rettfærdig eller hensiktsmessig i den foreliggende sak.

Oslo Børs har imidlertid ikke hjemmel til å pålegge Selskapet å notere fortrinnsrettene, men anmoder Selskapet sterkt om å etterleve den aktuelle regelen. Oslo Børs har etter en helhetsvurdering besluttet å

ilegge Selskapet kritikk for forholdet gjennom dette brevet. Det gjøres oppmerksom på at børsen vil gjøre kritikkbrevet offentlig tilgjengelig på Oslo Børs' hjemmeside.

3.2.3 SoftOx Solutions – Beslutning om overtredelsesgebyr, brev av 17.09.2020

1 Innledning og sammendrag

SoftOx Solutions AS («**Selskapet**») er underlagt Løpende forpliktelser for selskaper tatt opp til handel på Merkur Market («**Løpende forpliktelser**»). Saken gjelder spørsmålet om Selskapet har brutt Løpende Forpliktelser punkt 3.1.1, ved å ikke rettidig offentliggjøre informasjon om inngåelse av en avtale («**Avtalen**») for distribusjon av Selskapets produktlinje innen desinfisering og sårpleie i dyrehelsemarkedet.

Selskapet offentliggjorde børsmelding om Avtalen den 21. november 2019 kl. 20:55 («**Børsmeldingen**»)³⁸. Offentliggjøring av Børsmeldingen medførte økt volum i handel i Selskapets aksje på Merkur Market og kursen steg 35,3 % dagen etter offentliggjøring sammenliknet med siste omsetning i aksjen som var 11. november 2019.

Selskapet har opplyst til Oslo Børs at de mottok signert Avtale fra motparten den 20. november 2019 kl. 17:28, og at de umiddelbart opprettet en innsideliste fra samme tidspunkt. Børsen mener Avtalen skulle vært offentliggjort kort tid etter og senest da Selskapet selv signerte Avtalen den 21. november 2019 kl. 10:25. Selskapet skulle videre varslet Oslo Børs om utsatt offentliggjøring fra det tidspunkt Selskapet besluttet utsatt offentliggjøring. Endelig mener Oslo Børs at Selskapet har delt innsideinformasjon med uvedkommende ved å dele informasjonen om Avtalen med journalister før offentliggjøring. På denne bakgrunn har Oslo Børs besluttet å ilegge Selskapet et overtredelsesgebyr på NOK 150 000, jf. Løpende forpliktelser punkt 12.3 (3).

Sakens faktiske forhold vil bli nærmere belyst under punkt 3 nedenfor. Det rettslige grunnlaget er oppsummert i punkt 4. Under punkt 5 følger Selskapets anførsler, mens børsens vurdering er inntatt under punkt 6.

2 Kort om Selskapet

SoftOx Solutions AS er et medisinsk teknologiselskap, som med sin patenterte teknologi arbeider med å utvikle en portefølje av antimikrobielle produkter for å løse globale helsemessige utfordringer med infeksjoner på hud, både antibiotika resistente og kroniske infeksjoner. Selskapet utvikler sine produkter i samarbeid med ledende miljøer i Norden. Selskapet ble etablert i 2012. Det har hovedkontor i Oslo og datterselskaper i Malmø og København.

Selskapets aksjer ble notert på Merkur Market den 1. juni 2018 med ticker «SOFTOX-ME».

3 Sakens faktiske forhold

3.1 Innledning

Børsen henvendte seg til Selskapet 4. desember 2019 og etterspurte informasjon i sakens anledning, jf. Løpende forpliktelser punkt 2.5 (4). Børsen mottok en redegjørelse («**Redegjørelsen**») for den etterspurte informasjonen den 12. desember 2019³⁹, samt kopi av innsidelisten⁴⁰. Børsen sendte deretter forhåndsvarsel om vedtak den 11. august 2020 med frist for Selskapet til å komme med kommentarer innen 27. august 2020 kl. 09:00. Selskapet innga sine kommentarer til forhåndsvarselet til Oslo Børs den 26. august 2020⁴¹. Børsen har lagt Redegjørelsen og Selskapets kommentarer til forhåndsvarselet til grunn som faktum i saken.

³⁸ <https://newsweb.oslobors.no/message/490016>

³⁹ Vedlegg 1: E-postkorrespondanse mellom Selskapet og Oslo Børs i perioden 4. desember – 12. desember 2019

⁴⁰ Vedlegg 2: Innsideliste SoftOx Solutions AS vedrørende inngåelse av distribusjonsavtale

⁴¹ Vedlegg 3: Selskapets kommentarer til forhåndsvarselet datert 26. august 2020

3.2 Prosessen som ledet frem til offentliggjøring av Avtalen

Selskapet opplyser i Redegjørelsen at de hadde innledende diskusjoner med kontraktspartnern på formiddagen den 19. november 2019. Selskapet beskriver dialogen mellom partene som positiv og på overordnet nivå, men uavklarte. Etter disse forhandlingene sendte Selskapet første kontraktutkast over til motparten.

Kontraktutkastet ble returnert til Selskapet i signert stand den 20. november 2019 kl. 17:28. Selskapet opplyser i Redegjørelsen at de ble overrasket over at kontrakten ble signert og returnert så raskt i lys av at forrige tilsvarende avtaleinngåelse medførte en 12 måneder lang prosess.

Selskapet vurderte at Avtalen utgjorde innsideinformasjon fra de mottok signert versjon og etablerte innsideliste fra dette tidspunktet. Selskapet har opplyst til Oslo Børs at det grunnet en feil ikke ble meldt fra til Oslo Børs om at det var besluttet utsatt offentliggjøring i henhold til Løpende forpliktelser punkt 3.1.2.

Selskapet har redegjort for hendelsesforløpet fra de mottok signert avtale den 20. november 2019 kl. 17:28 og frem til offentliggjøring av Børsmeldingen den 21. november kl. 20:55, og det har i det vesentligste vært knyttet til å sikre mediedekning av Avtalen.

Det fremkommer av Redegjørelsen at Finansavisen ble forespurt av Selskapet om de aksepterte å bli satt i innsideposisjon før Avtalen var inngått. Deretter sendte Selskapet informasjon om Avtalen til Finansavisen med forbehold om at den ville bli inngått og under forutsetning om at Finansavisen aksepterte Selskapets sperrefrist med hensyn til publisering. Redegjørelsen har ingen tidsangivelse knyttet til den innledende dialogen med Finansavisen. Det fremkommer av Selskapets innsideliste at Finansavisen ble gjort til insider 20. november 2019 uten spesifisering av klokkeslett. Dette sammenfaller med tidspunktet for etablering av innsidelisten. Øvrige med kjennskap til Avtalen er også gjort til insider fra samme tidspunkt. Selskapet har videre opplyst at et faktaark som beskrev Avtalen ble oversendt til Finansavisen den 20. november 2019 kl. 21:20. På dette tidspunktet hadde Selskapet mottatt kontrast signert avtale fra motparten kun et par timer før.

I tillegg har Selskapet opplyst i kommentarene til forhåndsvarselet at Avtalen måtte gjennomgås og kvalitetssikres av relevante personer internt, herunder at interne godkjenninger måtte foreligge før Avtalen kunne signeres av Selskapet.

Selskapet skriver i Redegjørelsen at Avtalen ble signert av Selskapet den 21. november kl. 10:25. Børsen legger til grunn at dette innebar Selskapets signatur på kontraktutkastet som motparten allerede hadde signert og returnert. På bakgrunn av Redegjørelsen og kommentarene til forhåndsvarslet legger Oslo Børs til grunn at det ikke forelå noen ytterligere forhandlinger eller endringer av kontraktutkastet som Selskapet sendte fra seg den 19. november 2019.

Den 21. november kl. 13:30 stilte CEO til intervju med Finansavisen, fortsatt under forutsetning om sperrefrist for publisering. Selskapets gjeldende rutiner innebar at børsmeldinger av denne karakter skulle godkjennes av styret før publisering. Dette ga ytterligere forsinkelser, da siste styremedlem ikke meldte tilbake før kl. 18:50 samme dag. Først rett i forkant av offentliggjøring ble CEO og sistnevnte styremedlem enig om teksten i Børsmeldingen. Selskapets rutiner er senere endret på dette punkt.

Børsmeldingen ble offentliggjort den 21. november 2019 kl. 20:55. Finansavisens artikkel ble deretter publisert kl. 21:00 på nett, og var inntatt i papirutgaven den 22. november 2019.

4 Rettslig grunnlag

4.1 Informasjonsplikt

Etter Løpende Forpliktelser punkt. 3.1.1 skal Selskapet uoppfordret og umiddelbart offentliggjøre innsideinformasjon som direkte angår Selskapet, jf. verdipapirhandelloven («vphl.») 3-2 (1)-(3).

Det fremkommer av veiledningen til bestemmelsen at den skal praktiseres i tråd med de samme prinsipper som er gjort gjeldende for Oslo Børs og Oslo Axess i henhold til vphl. § 5-2.

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, utstederen av disse eller andre forhold. 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):

«Med presise opplysninger, menes opplysninger som indikerer at en eller flere omstendigheter eller begivenheter har intruffet 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.»

«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 intruffet, 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, ifølge vphl. § 3-2 (2), være såpass spesifikke at det kan trekkes en konklusjon om opplysningenes mulige påvirkning på prisen til det aktuelle finansielle instrumentet. Kravet loven stiller til opplysningenes presisjon innebærer en avgrensning mot rykter og spekulasjoner, jf. Ot. prp. nr.12 (2004-2005) pkt. 4.5. Finanstilsynet 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.

Det andre hovedvilkåret i definisjonen av innsideinformasjon er at opplysningene skal være *egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene merkbart*. Det er i loven angitt at vurderingen av slik kursrelevans må skje ut fra en fornuftig investors antatte vurdering av informasjonen – «*fornuftig investor test*», jf. § 3-2 (3). Etter forarbeidene er det avgjørende kriteriet i denne testen hvorvidt «*den alminnelige fornuftige investor ville tillagt opplysningene vekt dersom den inngikk i vedkommendes beslutningsgrunnlag*», jf. Ot. prp. nr. 12 (2004-2005) pkt. 4.5. Det er ikke den faktiske påvirkningen av kursen til de finansielle instrumentene som skal vurderes. Vurderingen skal foretas ut fra en fornuftig investors

antatte vurdering på handlingstidspunktet. Det må dermed foretas en vurdering av om opplysningen var av en slik art og virkelighet at det er sannsynlig at en fornuftig investor ville ha handlet annerledes om opplysningen var tilgjengelig som skal bedømmes, f.eks. ved å avstå fra å handle eller handle til annen kurs.

For å omfattes av definisjonen av innsideinformasjon må opplysningene ikke være offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet.

4.2 Utsatt offentliggjøring

På nærmere vilkår kan offentliggjøringen av innsideinformasjon utsettes, jf. Løpende forpliktelser punkt 3.1.2:

- (1) *Selskapet kan utsette offentliggjøring av opplysninger som nevnt i pkt. 3.1.1 første ledd for ikke å skade sine legitime interesser, forutsatt at allmennheten ikke villedes av utsettelsen og opplysningene behandles konfidensielt, jf. pkt. 3.1.3.*
- (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 selskapets 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 aksjeeieres interesser ved å undergrave utfallet av spesifikke forhandlinger som skal sikre selskapets langsiktige finansielle situasjon.*
 2. *Beslutninger eller kontrakter som krever godkjenning av et annet selskapsorgan for å tre i kraft som følge av selskapets organisering, forutsatt at offentliggjøring av den ikke endelige beslutningen eller kontrakten sammen med opplysning om at endelig godkjenning ennå mangler, vil kunne viliede allmennhetens korrekte vurdering av forholdet.*
- (3) *Ved utsatt offentliggjøring skal Oslo Børs ASA uoppfordret og umiddelbart gis melding om forholdet, herunder om bakgrunnen for utsettelsen. Meldeplikten gjelder ikke ved utsatt offentliggjøring av finansiell informasjon i årsrapport og halvårsrapport som offentliggjøres i samsvar med finansiell kalender, jf. pkt. 4.7.*

En underretning til børsen gir børsens markedsovervåkningsfunksjon anledning til å intensivere markedsovervåkingen av selskapets aksjer og anvende virkemidler i kursnoteringen som handelspause og suspensjon dersom det er grunn til å tro at noen i markedet er i ferd med å bli kjent med opplysningene.

4.3 Behandling av informasjon før offentliggjøring

Det følger av Løpende forpliktelser punkt 3.1.3 (1) at en utsteder ikke må gi innsideinformasjon til uvedkommende. Bestemmelsen bygger på vphl. § 3-4 som angir at enhver ikke må gi innsideinformasjon til uvedkommende. Det følger av veiledningen til bestemmelsen i Løpende forpliktelser at taushetsplikten gjelder overfor uvedkommende og ikke er ment å hindre informasjonsutveksling til personer med et saklig velbegrunnet behov for opplysningene. Bestemmelsen skal sikre at det kun er personer med et saklig og velbegrunnet behov for innsideinformasjon som gis tilgang til slike opplysninger. Dette gjelder både internt i det aktuelle selskapet og overfor eksterne. Hvem som er vedkommende for informasjonen må vurderes konkret.

4.4 Sanksjoner

I henhold til Løpende forpliktelser punkt 12.3 kan Oslo Børs sanksjonere brudd på reglene for Merkur Market. Av punkt 12.3 (1) fremkommer det at ved brudd på reglene for Merkur Market kan Oslo Børs påpeke forholdet ved å gi offentlig kritikk. Ved vesentlige brudd på reglene for Merkur Market, kan Oslo Børs vedta å ilegge selskapet et overtredelsesgebyr jf. punkt 12.3 (2) - (3). Ved anvendelse av sistnevnte skal saksbehandlingsbestemmelsene i punkt 12 (4) - (6) følges.

5 Selskapets anførsler

Selskapet har i Redegjørelsen og i kommentarene til forhåndsvarslet gjort rede for sine vurderinger av Selskapets informasjonsplikt knyttet til Avtalen, herunder deling av innsideinformasjon med Finansavisen:

- Selskapet vurderte Avtalen som innsideinformasjon fra 20. november 2019 kl. 17:28, tidspunktet de mottok kontrasignert avtale, og opprettet umiddelbart en insiderliste. De påberopte seg utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon fra samme tidspunkt.
- Det var en feil på Selskapets side som medførte at Oslo Børs ikke ble varslet underhånden om beslutningen om utsatt offentliggjøring morgenen etter. Selskapet beklager dette, og har inntatt en presisering i rutinedokumentasjonen for å hindre at denne typen feil forekommer i fremtiden.
- Da Selskapet sendte over avtaleutkast til motparten anså de det som sannsynlig at partene ville bruke noe tid på å komme til enighet, om man i det hele tatt oppnådde slik enighet.
- Selskapet ble overrasket over at avtaleutkastet ble returnert i signert stand etter en dag. Forrige gang Selskapet inngikk en tilsvarende avtale tok prosessen nesten 12 måneder.
- Selskapet anså at det forelå legitime interesser for utsatt offentliggjøring i tidsrommet 20. november 2019 kl. 17:28 og frem til Avtalen ble signert 21. november 2019 kl. 10:25. Avtalen måtte gjennomgå og kvalitetssikres av relevante personer internt, samt godkjennes internt, før den kunne signeres av Selskapet.
- Offentliggjøring av Børsmeldingen ble forsinket av at gjeldene instruks i Selskapet sa at styret skulle godkjenne børsmeldinger. Selskapet har innsett at det i fremtiden vil være nødvendig at administrasjonen har fullmakt til å håndtere børsmeldinger uten styrets godkjenning og har endret rutiner og prosedyrer for håndtering av innsideinformasjon.
- Avtalen hadde stor kommersiell betydning for Selskapet. Selskapet mener det er av stor betydning at det får medieoppmerksomhet rundt viktige saker, inkludert inngåelse av Avtalen. Selskapets oppfatning var at det var nødvendig å involvere Finansavisen på et tidlig stadium i prosessen, og før Avtalen var allment kjent, for å få til den mediedekning som var ønskelig.
- Selskapet vurderte at det var i egen interesse å dele informasjonen om Avtalen med journalisten. Selskapet var derfor av den oppfatning at det hadde håndtert informasjonen på en forsvarlig og god måte.

6 Børsens vurdering

6.1 Innsideinformasjon

Det første spørsmålet i saken er om inngåelsen av Avtalen utgjorde innsideinformasjon som definert i vphl. § 3-2 og om dette i så fall er rettidig offentliggjort av Selskapet i henhold til Løpende forpliktelser punkt 3.1.1.

Oslo Børs finner at det forelå presise opplysninger som var egnet til å påvirke kursen senest den 20. november 2019 kl. 17:28, da Selskapet mottok signert versjon av utkastet til Avtalen fra motparten. Børsen

har ved denne vurderingen lagt vekt på at Selskapet selv hadde definert vilkårene i utkastet etter en forutgående dialog med motparten, og deretter mottatt signert versjon av dette tilbudet. Oslo Børs anser dette som en inntruffet begivenhet som utgjorde presise opplysninger. Avtalen hadde i henhold til Børsmeldingen et stort økonomisk og strategisk potensial for Selskapet, noe som videre underbygger at Avtalen var egnet til å påvirke kursen. Dette støttes også av økningen i Selskapets aksjekurs da Avtalen ble offentliggjort, samt økt volum i aksjeomsetningen. Det er videre uomtvistet at opplysningene om Avtalen ikke var offentlig tilgjengelige. Selskapet har også anført at det forelå innsideinformasjon om Avtalen fra dette tidspunktet.

6.2 Utsatt offentliggjøring

Det neste spørsmålet i saken er om vilkårene for utsatt offentliggjøring var oppfylt frem til Selskapet offentliggjorde Børsmeldingen om Avtalen den 21. november 2019 kl. 20:55.

Selskapet har opplyst til Oslo Børs at de opprettet en innsideliste umiddelbart etter at innsideinformasjon oppsto den 20. november 2019. Selskapet har også opplyst til Oslo Børs at de påberopte seg utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon fra samme tidspunkt.

Selskapet har erkjent at de ikke varslet Oslo Børs om beslutningen av utsatt offentliggjøring i henhold til Løpende forpliktelser punkt 3.1.2, som er et vilkår for å benytte seg av utsatt offentliggjøring. Børsen har likevel funnet grunn til å vurdere om øvrige vilkår for utsatt offentliggjøring var oppfylt frem til offentliggjøring av Avtalen den 21. november 2019 kl. 20:55.

Det første vilkåret for å kunne utsette offentliggjøring av innsideinformasjon er at umiddelbar offentliggjøring vil skade Selskapets legitime interesser, jf. Løpende forpliktelser punkt 3.1.2 (1).

Oslo Børs er noe kritisk til Selskapets begrunnelse om at vilkårene for utsatt offentliggjøring var oppfylt fra tidspunktet de mottok signert versjon av Avtalen den 20. november 2019 kl. 17:28 og frem til Selskapet selv signerte Avtalen den 21. november 2019 kl. 10:25 all den tid den signerte Avtalen var utarbeidet av Selskapet selv. Det fremstår dermed lite sannsynlig at en intern kvalitetssikring kunne medført at Selskapet ville trekke tilbudet overfor motparten eller medføre en reforhandling av vilkårene i Avtalen. Dette underbygges ytterligere av at Selskapet i denne tidsperioden brukte tid på å kontakte Finansavisen, samt at Avtalen ble signert uten endringer. Børsen har likevel under tvil besluttet å ikke overprøve Selskapets vurdering om at Avtalen måtte gjennomgås og kvalitetssikres av relevante personer internt før Selskapet formelt kunne godkjenne og signere Avtalen, og at det følgelig forelå legitime interesser for utsatt offentliggjøring frem til signering av Avtalen. Det samme gjelder øvrige vilkår i Løpende forpliktelser punkt 3.1.2 (1).

Som angitt ovenfor varslet Selskapet ikke Oslo Børs om beslutningen om utsatt offentliggjøring, som medfører et brudd på Løpende forpliktelser punkt 3.1.2 (3). Børsen ønsker i den forbindelse å understreke viktigheten av regelen, som er av hensyn til at børsen skal kunne intensivere overvåkingen av den relevante aksjen.

Når det gjelder det videre hendelsesforløpet, kan Oslo Børs derimot ikke se at Selskapet hadde legitime grunner for utsatt offentliggjøring etter at Selskapet signerte Avtalen den 21. november 2019 kl. 10:25 og frem til børsmeldingen ble offentliggjort senere samme dag kl. 20:55.

Selskapet har anført at hovedårsaken som medførte en forsinkelse av offentligjøringen av Børsmeldingen var at Selskapet i henhold til interne rutiner måtte ha børsmeldinger av foreliggende art godkjent av styret forut for publisering. Ettersom siste styremedlem ikke ga sin godkjenning før kl. 18:50 den 21. november 2019, førte dette til en ytterligere forsinkelse fra Avtalen formelt ble signert og frem til offentligjøring.

Børsen finner ikke at en slik rutine utgjør en legitim grunn til å utsette offentliggjøring av innsideinformasjon. Det er sentralt at selskaper som er tatt opp til handel på Merkur Market har rutiner som sikrer at informasjon blir offentliggjort rettidig i henhold til regelverket. Selskapet har opplyst til Oslo Børs at de har endret sine rutiner på dette.

Børsens finner etter dette at det ikke forelå legitime grunner til å utsette offentliggjøring av innsideinformasjonen etter signering av Avtalen den 21. november 2019 kl. 10:25, jf. Løpende forpliktelser punkt 3.1.2 (1).

Ettersom samtlige vilkår i Løpende forpliktelser punkt 3.1.2 må være oppfylt for at Selskapet kunne benytte seg av utsatt offentliggjøring, er børsens konklusjon at det ikke forelå grunnlag for utsatt offentliggjøring i henhold til Løpende forpliktelser punkt 3.1.2 (1) etter at Avtalen ble signert av Selskapet kl. 10:25 den 21. november 2019. Selskapet skulle derfor offentliggjort opplysninger om inngåelse av Avtalen umiddelbart etter dette, jf. 3.1.1 (1).

Av veiledningen til nevnte bestemmelse følger det at kravet om umiddelbar offentliggjøring medfører at informasjonen må offentliggjøres med en gang selskapet har mottatt eller blitt klar over den. Det forutsettes videre at utstederne har rutiner og prosedyrer som gjør at de kan håndtere informasjonspliktig informasjon overfor markedet når den oppstår. Kravet om umiddelbar offentliggjøring er strengt og begrenses normalt til den tiden det tar å utarbeide en børs melding om forholdet. Plikten til å offentliggjøre innsideinformasjon umiddelbart gjelder uavhengig av Merkur Markets åpningstider.

I enkelte tilfeller vil selskapet ha behov for noe tid til å gjøre seg kjent med betydningen av opplysninger og hvordan markedet skal informeres. Dette vil typisk være ved uforutsette forhold eller omstendigheter som selskapet ikke har vært forberedt på og som krever en gjennomgang av de faktiske omstendigheter før melding kan gis markedet. Børsen finner ikke at det forelå slike forhold etter at Avtalen ble signert kl. 10:25 den 21. november 2019 og frem til offentliggjøringen som skjedde kl. 20:55.

Oslo Børs konklusjon er dermed at Selskapet offentliggjorde innsideinformasjonen vedrørende Avtalen for sent, noe som innebærer et brudd på Løpende forpliktelser punkt 3.1.1.

6.3 Deling av innsideinformasjon med journalister

Videre mener børsen at Selskapet heller ikke hadde anledning til å dele innsideinformasjon med journalister ettersom disse ikke er å anse som «vedkommende» i henhold til Løpende forpliktelser punkt 3.1.3 og ikke har et saklig velbegrunnet behov for slike opplysninger. Oslo Børs har tidligere gitt kritikk i tilsvarende saker, se blant annet brev av 6. juni 2018 (Element ASA)⁴² og brev av 3. juli 2014 (Next Biometrics)⁴³. Børsen ønsker å understreke at deling av innsideinformasjon med journalister heller ikke utgjør noen legitim grunn for utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon, selv om Selskapet bestrider at dette medførte noen forsinkelse av offentliggjøringen av informasjonen.

Selskapet har opplyst til Oslo Børs at de trodde dette var tillatt under regelverket. Selskapet har videre opplyst at de har tatt dette til etterretning og endret sin praksis på dette.

Oslo Børs konklusjon er at Selskapets deling av innsideinformasjonen med journalister utgjør et brudd på Løpende forpliktelser punkt 3.1.3 (1).

6.4 Avsluttende bemerkninger

Oslo Børs arbeider løpende med selskapenes etterlevelse av informasjonsplikten på børsens markedsplasser. Dette er et prioritert arbeid og vurderes av børsen som viktig for å ivareta markedsplassenes integritet. Et

⁴² Vedtak og uttalelser 2018 s. 117 flg.

⁴³ Vedtak og uttalelser 2014 s. 69 flg.

velfungerende verdipapirmarked kjennetegnes av at alle markedsaktører har tilgang på lik informasjon fra utstederne på samme tidspunkt slik at de ulike investeringsbeslutningene treffes på likt grunnlag. Dette bidrar til en markedsriktig prising av de aktuelle finansielle instrumentene.

Utstedernes informasjonshåndtering er av avgjørende betydning for integriteten til børsens markedsplasser. Langsiktige konsekvenser av svekket integritet kan være redusert tilgang på risikokapital, eventuelt tilgang til risikokapital til en høyere kostnad for selskapene. Følgelig prioriterer Oslo Børs å følge opp utstedere når det er mistanke om at innsideinformasjon ikke er håndtert i tråd med regelverket.

Oslo Børs kan ilegge overtredelsesgebyr for vesentlige brudd på reglene for Merkur Market, herunder Selskapets løpende informasjonsplikt. Det følger av Løpende forpliktelser punkt 12.3 (3) nr. 2 at overtredelsesgebyr maksimalt kan utgjøre NOK 1 000 000, og at det ved utmålingen av overtredelsesgebyr skal vektlegges Selskapets markedsverdi og økonomiske stilling, samt overtredelsens alvor og karakter for øvrig.

Selskapet har anført at de ikke mener at forsinkelsen på omtrent et halvt døgn ikke er vesentlig. Oslo Børs er ikke enig i dette og anser bruddet på informasjonsplikten som vesentlig. Børsen mener det er særlig alvorlig at Selskapet var nesten en hel børsdag forsinket med offentliggjøring av innsideinformasjonen og at Selskapet i tidsperioden for forsinkelsen delte innsideinformasjon med journalister for å sikre pressedeckning. Videre anser børsen det alvorlig at Selskapet hadde interne rutiner som hindret Selskapet i å offentliggjøre innsideinformasjon rettidig i henhold til regelverket. At Selskapet heller ikke meldte fra til Oslo Børs om utsatt offentliggjøring, samt delte innsideinformasjonen med journalister, må sees i sammenheng med bruddet på informasjonsplikten og anses som skjerpene omstendigheter i den forbindelse. Oslo Børs anser det alvorlig at Selskapet i foreliggende sak har overtrådt tre sentrale bestemmelser i regelverket for Merkur Market. Børsen finner etter dette at vilkårene for ileggelse av overtredelsesgebyr er oppfylt.

Ved utmålingen av størrelsen på overtredelsesgebyret ser Oslo Børs blant annet hen til tidligere saker for brudd på informasjonsplikten på Merkur Market. Det er et begrenset antall sammenliknbare saker. Oxy Group PLC ble i juni 2016 ilagt et overtredelsesgebyr på NOK 1 000 000 og Sino Agro Food Inc. ble i november 2018 ilagt et overtredelsesgebyr på NOK 700 000. Begge sakene gjaldt brudd på informasjonsplikten, men børsen anser sakene å være av større alvorlighetsgrad enn i foreliggende sak.

Lavo.tv AS ble i juni 2019 ilagt et overtredelsesgebyr på NOK 300 000 for brudd på blant annet informasjonsplikten. Saken omfattet flere brudd enn i foreliggende sak og børsen anser også denne saken for å være noe mer alvorlig enn bruddene i denne saken. I saken mot Lavo.tv ble det derimot ved utmålingen av overtredelsesgebyret lagt vekt på i formidlende retning at selskapet hadde begrensede likvide midler og lav markedsverdi. I foreliggende sak anser Oslo Børs at Selskapet ikke har en økonomisk stilling eller markedsverdi som innebærer at dette skal hensyntas i formidlende retning ved utmålingen av overtredelsesgebyret.

Etter en samlet vurdering har børsen besluttet å ilegge Selskapet et overtredelsesgebyr på NOK 150 000.

Oslo Børs har den 17. september 2020 truffet følgende beslutning:

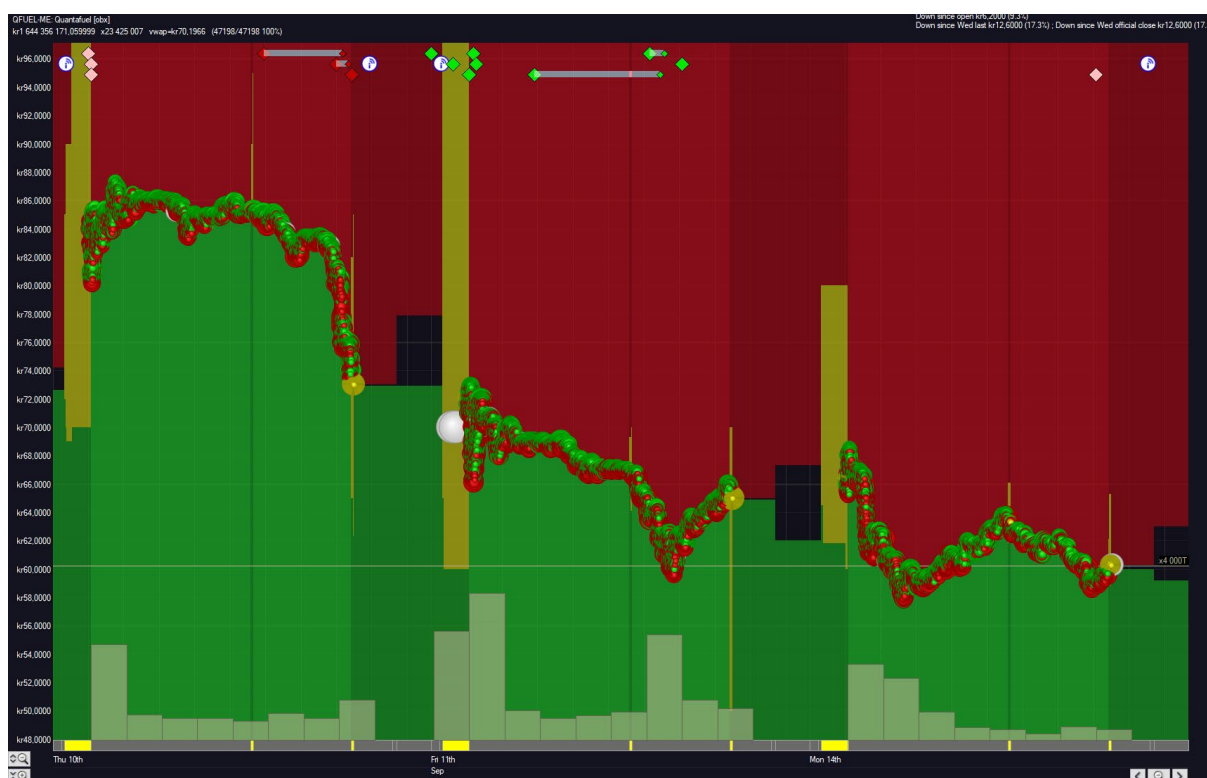
«For vesentlig brudd på plikten til å melde innsideinformasjon til markedet etter Løpende forpliktelser punkt 3.1.1 (1), ilegges SoftOx Solutions AS et overtredelsesgebyr på NOK 150 000, jf. Løpende forpliktelser punkt 12.3 (2) og (3).»

3.2.4 Quantafuel ASA – Brudd på løpende informasjonsplikt, Offentlig kritikk 11.12.2020

1 Innledning

Quantafuel ASA («Selskapet») er underlagt Løpende forpliktelser for selskaper tatt opp til handel på Merkur Market («Løpende forpliktelser»)⁴⁴. Saken gjelder spørsmålet om Selskapet har brutt Løpende Forpliktelser punkt 3.1.2, ved å ikke rettidig varsle Oslo Børs om utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon.

Den 10. september 2020 kl. 16.33 offentliggjorde Selskapet en børsmelding⁴⁵ om en planlagt rettet emisjon i størrelsesorden NOK 600 millioner, samt salg av inntil 2,5 millioner aksjer i Selskapet fra enkelte styremedlemmer og ansatte i Selskapet. Resultatet av emisjonen og salget ble offentliggjort kl. 00.30 den 11. september 2020⁴⁶, hvor det ble meldt at Selskapet hadde plassert emisjonen og salget av 2,5 millioner aksjer hadde blitt gjennomført, til pris NOK 70 per aksje. Sluttkurs den 10. september 2020 var NOK 73, men aksjen handlet på nivåer opp mot NOK 87 tidligere på dagen. Den 11. september 2020 falt kursen med 11 % og aksjen fortsatte å falle de påfølgende dagene.



Selskapet varslet Oslo Børs om utsatt offentliggjøring den 10. september 2020 rundt kl. 11. Oslo Børs innhentet i etterkant nærmere informasjon fra Selskapet om prosessen som ledet frem til offentliggjøringen av den planlagte transaksjonen den 10. september 2020, samt Selskapets vurderinger knyttet til informasjonsplikt om innsideinformasjon og utsatt offentliggjøring i den forbindelse.

2 Sakens faktiske forhold

Selskapet har overfor Oslo Børs forklart at de etter gjennomføring av rettet emisjon på NOK 250 millioner i juni, ikke har hatt behov for ytterligere kapital knyttet til Selskapets prosjekt i Skive. Selskapet opplyser at de parallelt har orientert styret i Selskapet om mulighetene for å hente egenkapital for å finansiere bygging av ytterligere anlegg, forutsatt vellykket oppstart på produksjonen på Skiveanlegget.

⁴⁴ Det vises her til regelverket som var gjeldende på tidspunktet da forholdene i saken fant sted.

⁴⁵ <https://newsweb.oslobors.no/message/513325>

⁴⁶ <https://newsweb.oslobors.no/message/513340>

I tråd med god progresjon på Skive-prosjektet tok Selskapet kontakt med ABG Sundal Collier og Pareto Securities torsdag 3. september 2020 for å presentere muligheten for å gjennomføre en emisjon. Det ble samme dag avholdt et møte mellom partene hos Selskapet. I møtet bekreftet ABG og Pareto at de ønsket å påta seg et oppdrag som tilretteleggere for en emisjon. Selskapet orienterte disse om at det var ønskelig å ta med flere tilretteleggere og at endelig fordeling av roller og godtgjørelse ikke var fastsatt. På dette tidspunktet var planen å gjennomføre en emisjon en uke senere, forutsatt vellykket oppstart av fabrikken i Skive. På bakgrunn av møtet bestemte Selskapet, ABG og Pareto å opprette innsidelister fra og med torsdag 3. september 2020 kl. 13. Selskapet engasjerte juridisk rådgiver samme dag og disse opprettet innsideliste kl. 15.20.

Fredag 4. september 2020 ble det avholdt en workshop hos Pareto sammen med Selskapet og ABG, hvor det ble arbeidet med investorpresentasjon og budskap. Tilretteleggerne engasjerte sin egen juridisk rådgiver som opprettet innsideliste fra kl. 13.30 den 4. september 2020. Selskapet og tilretteleggerne jobbet med presentasjonen gjennom helgen og frem til ettermiddagen den 10. september 2020.

Mandag 7. september 2020 var det planlagt oppstart av produksjonen i Skive. Oppstarten ble stanset og utsatt med ett døgn grunnet mindre problemer med sensorer og enkelte tekniske problemer. Produksjonen ble gradvis startet tirsdag 8. september 2020. Første olje fra prosjektet kom kl. 17 og videre produksjon utover kvelden viste seg lovende. Selskapet offentliggjorde børsmelding⁴⁷ om dette onsdag 9. september 2020 kl. 8.00.

I lys av oppstarten av produksjonen på Skive og at innsideinformasjon knyttet til dette var utliknet, intensiverte Selskapet arbeidet mot en rettet emisjon. I samme tidsperiode arbeidet Selskapet også med annenhåndssalg av aksjer fra enkelte primærinnsidere.

Onsdag 9. september 2020 kl. 18 ble det avholdt styremøte i Selskapet hvor det ble vedtatt å iverksette arbeidet med en rettet emisjon. Annenhåndssalgene ble også behandlet i styremøtet. Selskapet signerte mandatavtaler med ABG og Pareto samme kveld. Selskapet ønsket også å engasjere flere tilretteleggere, men avventet å kontakte disse.

Arbeidet mot launch av den rettede emisjonen torsdag ettermiddag ble iverksatt kl. 9.30 den 10. september 2020, hvor det ble gjort såkalt bring down call med Selskapet, tilretteleggerne og deres juridiske rådgivere. Tilretteleggerne startet wall-crossing av investorer ca. kl. 11 og Selskapet varslet Oslo Børs om utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon knyttet til forholdet. Arctic ble engasjert som manager samme formiddag.

Kl. 15.45 ble det gjennomført en go/no-go call med Selskapet, ABG og Pareto hvor det ble besluttet å launche emisjonen og børsmelding om dette ble som nevnt ovenfor offentliggjort kl. 16.33.

3 Rettslig grunnlag

Etter Løpende Forpliktelser punkt. 3.1.1 skal Selskapet uoppfordret og umiddelbart offentliggjøre innsideinformasjon som direkte angår Selskapet, jf. verdipapirhandelloven («vphl.») 3-2 (1)-(3).

Det fremkommer av veiledningen til bestemmelsen at den skal praktiseres i tråd med de samme prinsipper som er gjort gjeldende for Oslo Børs og Oslo Axess i henhold til vphl. § 5-2.

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

⁴⁷ <https://newsweb.oslobors.no/message/513103>

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, utstederen av disse eller andre forhold. 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):

«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.

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, ifølge vphl. § 3-2 (2), være såpass spesifikke at det kan trekkes en konklusjon om opplysningenes mulige påvirkning på prisen til det aktuelle finansielle instrumentet. Kravet loven stiller til opplysningenes presisjon innebærer en avgrensning mot rykter og spekulasjoner, jf. Ot. prp. nr.12 (2004-2005) pkt. 4.5. Finanstilsynet 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.

Det andre hovedvilkåret i definisjonen av innsideinformasjon er at opplysningene skal være *egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene merkbart*. Det er i loven angitt at vurderingen av slik kursrelevans må skje ut fra en fornuftig investors antatte vurdering av informasjonen – *«fornuftig investor test»*, jf. § 3-2 (3). Etter forarbeidene er det avgjørende kriteriet i denne testen hvorvidt *«den alminnelige fornuftige investor ville tillagt opplysningene vekt dersom den inngikk i vedkommendes beslutningsgrunnlag»*, jf. Ot. prp. nr. 12 (2004-2005) pkt. 4.5. Det er ikke den faktiske påvirkningen av kursen til de finansielle instrumentene som skal vurderes. Vurderingen skal foretas ut fra en fornuftig investors antatte vurdering på handlingstidspunktet. Det må dermed foretas en vurdering av om opplysningen var av en slik art og virkelighet at det er sannsynlig at en fornuftig investor ville ha handlet annerledes om opplysningen var tilgjengelig som skal bedømmes, f.eks. ved å avstå fra å handle eller handle til annen kurs.

For å omfattes av definisjonen av innsideinformasjon må opplysningene ikke være offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet.

4 Selskapets anførsler

Oslo Børs har stilt spørsmål til Selskapets vurdering knyttet til innsideinformasjon og informasjonsplikt, særlig sett i lys av at innsidelister om forholdet ble opprettet den 3. september 2020, men at børsen først ble varslet om utsatt offentliggjøring den 10. september 2020 rundt kl. 11.

Selskapet har anført overfor Oslo Børs at de i ettertid ser at det var konservativt vurdert å opprette innsidelister den 3. september 2020. Selskapet viser til at på tidspunktet for opprettelse av innsidelistene var Selskapets ledelse i diskusjon med ABG og Pareto om en mulig emisjon og et nedslag, men at styret hadde ikke fattet noen beslutning om å engasjere tilretteleggere og å gjennomføre en slik emisjon. Selskapet har fremhevet at de uansett avventet oppstart av produksjonsanlegget i Skive slik at all informasjon om dette var offentliggjort før en emisjon kunne anbefales og gjennomføres. Selskapet viser videre til at melding om oppstart i Skive ble offentliggjort den 9. september 2020.

Selskapet anfører videre at da det ble avholdt styremøte på kvelden den 9. september 2020, var dokumentasjon for emisjon og nedslag ikke på plass. Videre viser Selskapet til at tilretteleggerne hadde satt som krav for å gjennomføre emisjonen at Selskapets samarbeidspartner BASF bekreftet at Skive-anlegget produserte oljeprodukter innenfor visse kvalitetskrav, og at dette ikke ble mottatt før morgenen den 10. september 2020.

Selskapet anfører at de varslet Oslo Børs om utsatt offentliggjøring så snart det var realistisk at en emisjon ville bli annonsert og før wall-crossing ble igangsatt. Selskapet har fremhevet at det viktigste for dem var at de hadde kontroll på hvem som var involvert i prosessen og at informasjon om en mulig emisjon ble behandlet konfidensielt, og at det derfor ble ført liste fra et tidlig tidspunkt.

5 Børsens vurdering av saken

Børsens regelverk for selskaper tatt opp til handel på Merkur Market (nå Euronext Growth Oslo) oppstiller tilsvarende informasjonsplikt som gjelder for selskaper notert på Oslo Børs og Euronext Expand. Dette innebærer at selskapene har en plikt til å offentliggjøre innsideinformasjon uoppfordret og umiddelbart, med mindre ikke det foreligger grunnlag for utsatt offentliggjøring. Reglene er inntatt i Løpende forpliktelser punkt 3.1 og er en av de mest sentrale forpliktelsene som påhviler utstederne.

Oslo Børs mener det forelå presise opplysninger som var egnet til å påvirke kursen merkbart senest da Selskapets styremøte ble avholdt den 9. september 2020, hvor det ble besluttet å gå videre med planene om en rettet emisjon i størrelsesorden NOK 600 millioner og nedslag fra enkelte primærinnsidere. Oslo Børs legger i den forbindelse særlig vekt på at Selskapet hadde arbeidet med forberedelser til transaksjonen nærmere én uke og at transaksjonsstrukturen var fastlagt.

Oslo Børs mener at en fornuftig investor ville benyttet informasjon om at styret hadde besluttet å gjøre en rettet emisjon på NOK 600 millioner, kombinert med et nedslag av primærinnsidere, som del av sin investeringsbeslutning. Dette selv om det var enkelte utestående punkter som gjensto før emisjonen kunne offentliggjøres, som ferdigstilling av dokumentasjon og bekreftelse fra BASF om at Skive-anlegget produserte oljeprodukter innenfor visse kvalitetskrav. Børsen vil i den forbindelse understreke at et forhold kan utgjøre innsideinformasjon selv om det foreligger utestående punkter, så fremt informasjonen er tilstrekkelig spesifikk til å trekke en slutning om den mulige kurspåvirkningen av forholdet. Oslo Børs ønsker å understreke at børsen ikke utelukker at det forelå innsideinformasjon på et tidligere tidspunkt enn avholdelsen av styremøtet den 9. september 2020.

Basert på det overnevnte, skulle Selskapet varslet Oslo Børs om utsatt offentliggjøring senest etter avholdelse av styremøtet den 9. september 2020. Ettersom dette var etter børsens stengetid samme kveld, skulle Oslo Børs blitt varslet før børsåpning den 10. september 2020.

Selskapet varslet Oslo Børs om utsatt offentliggjøring rett før Selskapet iverksatte wall-crossing rundt kl. 11 den 10. september 2020. Dette er ikke nærmere begrunnet overfor børsen utover at Selskapet mente at det på dette tidspunktet var realistisk at en emisjon ville bli annonsert og før wall-crossing var igangsatt.

Oslo Børs forventer at selskaper som er tatt opp til handel på børsens markedsplasser har et bevisst forhold til regelverket og der selskapet er gjenstand for en pågående prosess som kan utgjøre innsideinformasjon, gjør løpende og grundige vurderinger av om forholdet utgjør innsideinformasjon. Der selskapet konkluderer at det foreligger innsideinformasjon, må selskapet vurdere om informasjonen må offentliggjøres umiddelbart eller om vilkårene for utsatt offentliggjøring er oppfylt. Dersom selskapet konkluderer med at vilkårene for utsatt offentliggjøring er tilstede, må Oslo Børs varsles om beslutningen om utsatt offentliggjøring og selskapet må ta grep for å sikre konfidensialitet rundt innsideinformasjonen.

I foreliggende sak fremstår det for Oslo Børs som at Selskapet ikke har hatt et tilstrekkelig bevisst forhold til reglene om informasjonsplikt, herunder på hvilket tidspunkt Selskapet mente at det oppsto innsideinformasjon. Innsidelister i sakens anledning ble oppført den 3. september 2020, uten at Oslo Børs ble varslet om utsatt offentliggjøring.

Viktigheten av at selskapene på børsens markedsplasser setter en tydelig grense for når de mener et forhold utgjør innsideinformasjon har en viktig side til forbudet mot innsidehandel. Dersom Selskapet mener at informasjon knyttet til forholdene i foreliggende sak ikke utgjorde innsideinformasjon før på formiddagen den 10. september 2020, innebærer dette at Selskapet i prinsippet mener det var lovlig å handle på informasjonen om den planlagte emisjonen og annenhåndssalg forut for dette tidspunktet. Dette samsvarer dårlig med at Selskapet og rådgivere involvert i prosessen opprettet innsideliste én uke før Selskapet varslet Oslo Børs om utsatt offentliggjøring.

Når det gjelder Selskapets anførsel om at de i ettertid ser at det var en konservativ vurdering å opprette innsidelister den 3. september 2020, ønsker børsen å understreke at vurderingen av om et forhold utgjør innsideinformasjon skal foretas *ex ante*, det vil si i forkant av den aktuelle handling, som i dette tilfelle var emisjon og annenhåndssalg. Dersom et selskap velger å opprette en konfidensialitetsliste i forkant av at et forhold utgjør innsideinformasjon, bør listen angis som dette og oppdateres til en innsideliste med korrekt angivelse av liste og dato innsideinformasjon oppsto dersom selskapet mener dette oppstår på et senere tidspunkt.

Oslo Børs finner med dette at Selskapet har brutt Løpende forpliktelser punkt 3.1.2. Etter en samlet vurdering har Oslo Børs besluttet å ilegge Selskapet offentlig kritikk i henhold til Løpende forpliktelser punkt 12.3 (1).

Reglene om selskapenes informasjonsplikt og krav til håndtering av innsideinformasjon er av vesentlig betydning for markedsaktørenes tillit til børsens markedsplass og markedets tillit til selskapene tatt opp til handel på Oslo Børs' markedsplasser. En forutsetning for å ivareta markedets tillit er derfor at selskapene har nødvendig forståelse av hva reglene innebærer og at de etterleves fullt ut. Oslo Børs legger til grunn at Selskapet skjerper sine rutiner og øker sin bevissthet knyttet til overholdelse av regelverket.

3.2.5 Navamedic ASA – Brudd på informasjonsplikt og utsteders opplysningsplikt til børsen, brev av 03.12.2020

1. Innledning

Det vises til korrespondanse mellom Navamedic ASA («**Selskapet**» eller «**Navamedic**») og Oslo Børs, samt børsmelding publisert av Selskapet den 31. mars 2020 kl. 08.00.¹ Børsmeldingen informerte om en eksklusiv distribusjonsavtale mellom Navamedic og Angelini Pharma S.p.a («**Angelini**») for produktet ThermaCare® vedrørende det nordiske og det nederlandske markedet, med en varighet på 8 år og med opsjon på forlengelse av avtalen.

Offentliggjøringen medførte en vesentlig kursøkning i Navamedics aksje, som endte opp 13,3 % ved sammenligning av sluttkurs 30. mars og 31. mars 2020. Offentliggjøringen medførte også en umiddelbar økning i handelsvolumer i aksjen, slik det fremkommer av børsens overvåkningssystem SMARTS for perioden 23. mars til 3. april 2020:



Bakgrunnen for vedtaket er at Oslo Børs mener at Selskapet, i forbindelse med inngåelsen av distribusjonsavtalen med Angelini, har brutt plikten til å offentliggjøre insideinformasjon i henhold til verdipapirhandelloven («vphl.») § 5-2 og løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper («**Løpende forpliktelser**») punkt 3.1.1.2 Børsen mener videre at Selskapet, under børsens etterfølgende undersøkelse av hendelsen, har brutt Selskapets opplysningsplikt til Oslo Børs jf. vphl. § 12-2 (7) og Løpende forpliktelser punkt 2.6 (5).

Det vil innledningsvis gis en kronologisk redegjørelse av de faktiske forhold som knytter seg til inngåelsen av avtalen med Angelini som ble offentliggjort 31. mars 2020 i punkt 3 nedenfor. Deretter vil det redegjøres for børsens undersøkelse av saken i punkt 4. Selskapets anførsler og bemerkninger til forhåndsvarslet vil så presenteres i punkt 5.

I punkt 6 blir reglene om utsteders informasjonsplikt gjennomgått. Det vil deretter i punkt 7 vurderes hvorvidt forholdene som ledet til offentliggjøringen av kontraktsinngåelsen mellom Navamedic og Angelini var i overensstemmelsen med reglene om utsteders informasjonsplikt til markedet, slik det er regulert i verdipapirhandelloven og Løpende forpliktelser.

I punkt 8 vil det vurderes om Selskapet har overholdt opplysningsplikten til Oslo Børs. I punkt 9 behandles sanksjonen for bruddene og i punkt 10 følger børsens vedtak.

2. Om Selskapet

Navamedic ble etablert i 2002. Selskapet har vært notert på Oslo Børs siden 2006 og handles under tickeren «NAVA». Styreleder i Selskapet er Terje Bakken, administrerende direktør er Kathrine Gamborg Andreassen og CFO er Lars Hjarrand. Navamedic har omkring 30 ansatte og driver distribusjonsvirksomhet knyttet til farmasi- og helseprodukter. Hovedvirksomheten til Selskapet retter seg mot det nordiske markedet, men Selskapet har også virksomhet knyttet til landene i Baltikum, Benelux og øvrig i Europa. Navamedic har i

lengre tid planlagt å styrke sin posisjon i Benelux-landene, herunder i Nederland, som de anser som et strategisk viktig marked for virksomheten.

3. Sakens faktiske forhold

3.1. Innledning

Saken omhandler inngåelse av avtalen mellom Navamedic og Angelini om distribusjonsrettighetene til ThermaCare[®], et etablert smertelindringsprodukt bestående av varmeomslag. Avtalen knyttet seg til distribusjonsrettighetene i de fem nordiske landene og i Nederland. Prosessen for avtaleinngåelsen har vært nært knyttet til Angelinis anskaffelse av ThermaCare[®] fra det engelske farmasiselskapet GlaxoSmithKline plc («GSK»). Det er derfor nødvendig innledningsvis å redegjøre for overdragelsen av ThermaCare[®].

3.2. Overdragelsen av ThermaCare fra GSK til Angelini

Bakgrunnen for at GSK solgte de globale rettighetene til ThermaCare[®], utenom USA, var et pålegg fra EU-kommisjonen av 10. juli 2019. Pålegg om salget ble gjort i konkurranseøyemed i forbindelse med GSKs søknad om kjøp av Pfizer Inc's virksomhet rettet mot forbrukerhelse. EU-kommisjonens pålegg om salg av ThermaCare[®] overfor GSK ble gjort på nærmere bestemte vilkår, herunder til kjøperens uavhengighet fra GSK og til omfanget av rettigheter til ThermaCare[®] som skulle inngå i selve overdragelsen. GSK avholdte i denne anledning en auksjonsprosess for ThermaCare[®] hvor Angelini kom seirende ut. Angelini og GSK inngikk den 8. desember 2019 en Asset Purchase Agreement i påvente av godkjenning fra EU-kommisjonen og etterfølgende gjennomføring av forpliktelsene i henhold til avtalen.

Den 15. desember 2019 sendte GSK søknad om godkjenning av Angelini som overtakende virksomhet for ThermaCare[®] til EU-kommisjonen. Søknaden til EU-kommisjonen inkluderte Asset Purchase Agreement og dertil hørende avtaleverk. EU-kommisjonen fulgte opp saken ved å oppnevne Grant Thornton UK LLP som «Monitoring Trustee» til å gjennomgå avtaleverket og nærmere forhold ved Angelini, for å avklare at vilkårene i pålegget fra EU-kommisjonen av 10. juli 2019 ble oppfylt gjennom overdragelsen det ble søkt om godkjenning for.

Den 2. mars 2020 mottok GSK og Angelini endelig godkjenning fra EU-kommisjonen om at overdragelsen av ThermaCare[®] kunne gjennomføres i tråd med det foreslåtte avtaleverket.

Den 5. mars 2020 publiserte GSK en pressemelding hvor det ble redegjort for at EU-kommisjonen hadde godkjent overdragelsen av ThermaCare[®] til Angelini.

Den 7. mars 2020 publiserte så Angelini en pressemelding hvor det fremgår at Angelini hadde anskaffet ThermaCare[®] fra GSK.

Samme dag publiserte det italienske nyhetsbyrået Corriere Della Sera's L'Economia en artikkel hvor overdragelsen av ThermaCare ble nærmere omtalt, herunder summen Angelini hadde investert i overdragelsen av ThermaCare[®], på henholdsvis MEUR 190, og videre den årlige omsetningen av ThermaCare[®] på omkring MEUR 70.⁶ Informasjonen i artikkelen ble igjen publisert av Mergermarket 8. mars 2020.

Den 10. mars 2020 publiserte så Angelinis morselskap, Angelini Holding, en tilsvarende pressemelding som datterselskapet, om anskaffelsen av ThermaCare[®].

Overdragelsen av rettigheter mot kjøpesummen ble formelt gjennomført i møte, omtalt som «working session» mellom GSK og Angelini den 30. mars 2020.

Den 6. april 2020 publiserte White & Chase, som rådgivere til Angelini, pressemelding om deres bistand ved transaksjonen.

3.3. Inngåelsen av distribusjonsavtalen mellom Angelini og Navamedic

Nedenfor følger en kronologisk oversikt over de sentrale hendelsene som knytter seg til kontraktsinngåelsen mellom Navamedic og Angelini om distribusjonsrettighetene til ThermaCare® i Norden og i Nederland.

Første henvendelse fra Angelini til Navamedic skjedde den 29. oktober 2019 hvor det ble henvist til en mulig avtale om distribusjon av produktet ThermaCare®. Den 5. november samme år møttes partene på en messe i Frankfurt, hvor det ble avholdt nærmere samtaler.

Den 18. desember 2019 ble det inngått en konfidensialitetsavtale mellom Angelini og Navamedic. Selskapet vurderte imidlertid ikke at forhandlingene omkring ThermaCare® på dette tidspunktet hadde kommet tilstrekkelig langt til at de kunne karakteriseres som innsideinformasjon.

Den 3. mars 2020 mottok Navamedic første utkast til distribusjonsavtale fra Angelini, som var gjenstand for forhandlinger frem til enighet om betingelsene ble oppnådd 17. mars 2020. Kommunikasjonsrådgiver ble i denne anledning engasjert 16. mars 2020 for å klargjøre børsmelding. Selskapet begynte 17. mars 2020 å føre innsidelister vedrørende avtalen.¹² En av betingelsene i distribusjonsavtalen var at Angelini og GSK gjennomførte Asset Purchase Agreement, ved å avholde overtakelsesmøtet innen 30. mai 2020.

På ettermiddagen, den 26. mars 2020 mottok Navamedic den endelige distribusjonsavtalen, signert av Angelinis CEO. I denne forbindelse hadde Navamedic i forkant også sendt utkast til børsmelding til Angelinis kommunikasjonssjef.

Ved epost 27. mars 2020 kl. 10.24 svarte Angelini at det var uvisst hvorvidt kommunikasjonssjefen hadde fått sett på meldingsutkastet, men at gjennomføringen av Asset Purchase Agreement var forventet å skje 30. mars 2020 i forbindelse med et planlagt møte mellom Angelini og GSK. Det var også forventet at Angelinis kommunikasjonssjef tok sikte på at meldingen ville bli klargjort fra Angelinis side etter gjennomføringen av Asset Purchase Agreement. Det kunne til sist forventes (og skulle bli avklart internt) at kommunikasjonssjefen i Angelini kontaktet Navamedic umiddelbart etter at gjennomføringen av Asset Purchase Agreement hadde funnet sted.

Navamedic besvarte eposten og oversendte samme dag kl. 14.24 distribusjonsavtalen, signert av Selskapets administrerende direktør, samt COO. I denne anledning spurte Navamedic hvorvidt det ville være OK å offentliggjøre børsmeldingen 31. mars 2020. Navamedic informerte videre om at dersom ingen tilbakemeldinger fra Angelinis kommunikasjonssjef ble gitt innen arbeidsdagen 30. mars 2020, ville det bli ansett som at Navamedics utkast til børsmeldingen var blitt akseptert av Angelini.

Den 30. mars 2020 kl. 12.56 mottok Selskapet epost fra Angelinis kommunikasjonssjef, hvor det fremgår at versjon 3 av Navamedics børsmelding hadde blitt godkjent både av Angelini og GSK. Angelini ønsket imidlertid å avklare at offentliggjøringen ville finne sted etter den formelle signeringen av avtalen, (Selskapet fremholder at Angelini her refererer til endelig gjennomføring av Asset Purchase Agreement). Angelini følger i samme epost opp ved å spørre om at det å avvente offentliggjøringen også ville være greit for Navamedic. Navamedic besvarte eposten samme dag, kl. 13.21 ved å spørre eksakt når gjennomføringen av Asset Purchase Agreement vil finne sted, og svarte at det måtte avklares med CEO om offentliggjøringen kunne avventes frem til 31. mars 2020.

Navamedic henviste videre til at avtalen mellom Angelini og Navamedic allerede ble signert 27. mars 2020.

Klokken 13.26 samme dag svarte Angelinis kommunikasjonssjef at børsmeldingen kunne offentliggjøres dagen etter, altså den 31. mars 2020, dersom dette også var OK for Navamedic. Navamedic besvarte eposten kl. 13.28 ved å bekrefte at offentliggjøringen ville skje 31. mars 2020 før børsåpning.

Den 31. mars 2020 kl. 08.00 offentliggjorde Navamedic børsmeldingen vedrørende distribusjonsavtalen med Angelini, karakterisert som innsideinformasjon.

4. Børsens undersøkelser

Navamedic v/CFO ringte til Oslo Børs den 30. mars 2020 kl. 09.13. I samtalen ble børsen informert om at Selskapet hadde signert en distribusjonsavtale med Angelini, og at dette var å betrakte som innsideinformasjon grunnet størrelsen på avtalen. Selskapet informerte videre om at informasjonen ville bli meddelt markedet senere på dagen eller dagen etter. Oslo Børs informerte i denne anledning Selskapet om at det var tvilsomt at vilkårene for utsatt offentliggjøring var oppfylt for det tilfellet at avtalen allerede var inngått.

I telefonsamtalen ble det videre informert om at Selskapet var i prosessen med å utforme en børs melding, men at den ikke var klargjort og at det nok ville ta ut dagen å ferdigstille meldingen. Selskapet forklarte til Oslo Børs at de ville gjøre sitt beste for å informere markedet så raskt som mulig. Oslo Børs vurderte i anledning samtalen hvorvidt det var nødvendig å ilegge børs pause frem til offentligjøringen, men besluttet at det ikke var nødvendig.

Navamedic v/CFO ringte Oslo Børs igjen samme dag kl. 09.22. I samtalen ble det informert om at Selskapet avventet Angelinis tillatelse til offentliggjøring slik at avtalen kunne offentligjøres koordinert, da dette ble opplyst å være et krav. Oslo Børs viste til praksis om informasjonsplikt og at avtaleregulering av offentliggjøringstidspunktet og vilkår i denne forbindelse normalt ikke gir grunnlag for utsatt offentliggjøring. Børs meldingen ble så publisert morgenen etter.

Oslo Børs sendte 2. april 2020 en forespørsel til Selskapet hvor det ble bedt om Selskapets vurderinger knyttet til avtalens karakter av innsideinformasjon. Børsen etterspurte hvorvidt innsideinformasjonen knyttet seg til den finansielle delen av avtalen og/eller avtalens strategiske side.

I svarbrev av 14. april 2020 informerte Selskapet om at det kontinuerlig jobbes med oppkjøpsavtaler, innmatstransaksjoner, distribusjonsavtaler og avtaler om markedsrettigheter i prosjekter som tar mellom 3 og 18 måneder, og hvor et flertall av avtalene ender opp med å ikke bli noe av. Selskapet hadde også flere ganger tidligere opplevd at avtaler, som hadde vært nær signering, likevel ikke ledet til endelig avtaleinngåelse. Selskapet var derfor av den oppfatning at innsideinformasjon om inngåelsen av distribusjonsavtalen – som en fremtidig begivenhet – først oppsto like før signering av avtalen. Navamedic mente dette var tilfelle den 17. mars 2020, som var tidspunktet hvor partene var kommet til enighet om betingelsene.

Selskapet fremholdte videre i sitt svarbrev at avtalen både var finansielt og strategisk viktig og dermed at avtaleinngåelsens karakter av innsideinformasjon bygget på en kombinasjon av disse to faktorene.

Det ble i forbindelse med Oslo Børs' henvendelse fremlagt innsidelister fra Selskapet, datert 17. mars 2020. Disse var sist oppdatert 1. april 2020. Til tross for at Selskapet hadde begynt å føre innsidelister allerede 17. mars 2020, ble imidlertid ikke Oslo Børs kontaktet vedrørende avtalen med Angelini før telefonsamtalen av 30. mars 2020 kl. 09.13.

Selskapet informerte videre at avtalen med Angelini var avhengig av en avtale mellom Angelini og en tredjepart og at det ble avtalt mellom Angelini og Navamedic at distribusjonsavtalen ikke kunne kommuniseres til markedet før Angelini hadde gitt klarsignal om at avtalen med tredjeparten var klargjort.

Den 18. juni 2020 ba Oslo Børs om ytterligere forklaringer fra Selskapet vedrørende betydningen av prosessen mellom Angelini og tredjeparten overfor avtalen med Navamedic. Selskapet responderte Oslo Børs 23. juni 2020, hvor det ble opplyst at en tredjepart fortsatt var eier av ThermaCare® mens kontraktsforhandlingene mellom Selskapet og Angelini pågikk. Inntil Angelini fikk ferdigstilt avtalen med tredjeparten kunne det ikke inngås en distribusjonsavtale med Navamedic, ettersom Angelini ikke hadde rettighetene til produktet.

Oslo Børs viste i svarbrev av 30. juni 2020 til pressemelding fra Angelini datert 7. mars 2020, hvor det ble opplyst at Angelini hadde anskaffet rettighetene til ThermaCare®. Oslo Børs ba i denne anledning Selskapet om ytterligere klargjøringer av forholdet mellom Angelini og tredjeparten, herunder hvilke rettigheter som var reservert frem til 30. mars 2020, samt en fremstilling av avtalevilkårene knyttet til offentliggjøring av avtaleinngåelsen mellom Angelini og Navamedic.

Selskapet viste i sitt svar til børsen den 4. juli 2020 til at de ikke ønsket å spekulere i hvilke rettigheter som var reservert, men at offentliggjøring likevel ble forventet frem til endelig godkjenning fra Angelini forelå. Vedlagt fulgte utklipp av epost fra Angelini til Navamedic, datert 30. mars 2020, hvor det ble gitt «OK» til offentliggjøring av avtaleinngåelsen. En sammenstilling av epostkorrespondansen mellom Selskapet og Oslo Børs er inntatt i vedlegg 15.

Forhåndsvarsel angående brudd på plikten til å offentliggjøre innsideinformasjon og brudd på utsteders opplysningsplikt til Oslo Børs ble sendt til Selskapet den 31. august 2020.

5. Selskapets anførsler og fremstilling av saken

Etter Selskapets mottak av forhåndsvarselet, ble det den 14. september 2020 avholdt møte mellom Selskapet og Oslo Børs om forhåndsvarselet og avtaleinngåelsen mellom Navamedic og Angelini. Den 17. september 2020 ble det inngitt skriftlige kommentarer til forhåndsvarselet fra Selskapet. Selskapet anfører i sine kommentarer til forhåndsvarselet at det ikke forelå innsideinformasjon før børsen ble kontaktet på morgenen 30. mars 2020. Bakgrunnen er i henhold til Selskapet følgende:

- Selskapet vurderte kurssensitiviteten av distribusjonsavtalen vedrørende ThermaCare® som begrenset;
- Kursutslaget som fant sted 31. mars 2020 var antakelig forårsaket av at Selskapets aksjekurs var trykket som følge av emisjonen som ble plassert 18. februar samme år;
- Avtaler i Navamedics bransje er usikre frem til inngåelsen og blir normalt ikke innsideinformasjon før det er klart at avtalene vil inngås og bli effektive;
- Distribusjonsavtalen mellom Angelini og Navamedic var avhengig av gjennomføringen av Asset Purchase Agreement mellom Angelini og GSK, som en «condition precedent». Distribusjonsavtalen ville dermed ikke være bindende/effektiv før gjennomføringen av Asset Purchase Agreement fant sted;
- Navamedic var orientert om at gjennomføring av Asset Purchase Agreement tidligst ville skje mot slutten av mars 2020;
- Gjennomføring av Asset Purchase Agreement var en reell hindring for avtalen mellom Navamedic og Angelini;
- Angelini var i kommunikasjonen tydelig på at offentliggjøring først kunne skje etter gjennomføringen av Asset Purchase Agreement mellom Angelini og GSK.
- EU-kommisjonens godkjenning av 2. mars 2020 var kun en bekreftelse på at transaksjonen mellom GSK og Angelini kunne gjennomføres og ikke at den var gjennomført eller ville gjennomføres;
- Angelinis pressemeldinger harmonerer dårlig med informasjonen Navamedic ble meddelt om gjennomføring av Asset Purchase Agreement;
- White & Cases pressemelding harmonerer bedre med tidsforløpet Navamedic ble presentert;
- Navamedic ble 27. mars 2020 orientert av Angelini om at gjennomføringen av Asset Purchase Agreement var forventet å skje 30. mars 2020.
- Gjennomføring av Asset Purchase Agreement fant sted den 30. mars 2020 og det ble bekreftet fra Angelini kl. 13.26 samme dag at offentliggjøring kunne skje dagen etter.

Videre anfører Selskapet at det av de samme grunner var grunnlag for utsatt offentliggjøringen av avtaleinngåelsen frem til morgenen 31. mars 2020, og fremholder i denne forbindelse at det også var en risiko for at avtalen mellom Selskapet og Angelini ville falt bort dersom offentliggjøring skjedde før forholdet mellom Angelini og GSK var endelig avklart.

Vedrørende den etterfølgende korrespondansen mellom Selskapet og Oslo Børs i relasjon til Selskapets opplysningsplikt, fremholdes det at Selskapet ikke direkte eller bevisst har feilinformert Oslo Børs, men at Selskapet tar selvkritikk og at forhåndsvarselet fra børsen tas til etterretning.

Selskapet anfører avslutningsvis at det ikke foreligger grunnlag for ileggelse av overtredelsesgebyr.

6. Utsteders forpliktelser vedrørende informasjonshåndtering

6.1. Informasjonsplikt i 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. 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, utstederen av disse eller andre forhold. 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):

“Med presise opplysninger, menes opplysninger som indikerer at en eller flere omstendigheter eller begivenheter har intruffet 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.

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 intruffet, 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, ifølge vphl. § 3-2 (2), være såpass spesifikke at det kan trekkes en slutning om opplysningenes mulige påvirkning på prisen til det aktuelle finansielle instrumentet. Kravet loven stiller til opplysningenes presisjon innebærer en avgrensning mot rykter og spekulasjoner, jf. Ot. prp. nr.12 (2004-2005) pkt. 4.5. Finanstilsynet 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.

Det andre hovedvilkåret i definisjonen av innsideinformasjon er at opplysningene skal være egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene merkbart. Det er i loven angitt at vurderingen av slik kursrelevans må skje ut fra en fornuftig investors antatte vurdering av informasjonen - ”fornuftig investor test”, jf. § 3-2 (3). Etter forarbeidene er det avgjørende kriteriet i denne testen hvorvidt ”den alminnelige fornuftige investor ville tillagt opplysningene vekt dersom den inngikk i vedkommendes beslutningsgrunnlag”, jf. Ot. prp. nr. 12 (2004-2005) pkt. 4.5. Det er ikke den faktiske påvirkningen av kursen til de finansielle instrumentene som skal vurderes. Vurderingen skal foretas ut fra en fornuftig investors

antatte vurdering på handlingstidspunktet - "ex ante". Det må dermed foretas en vurdering av om opplysningen var av en slik art og viktighet at det er sannsynlig at en fornuftig investor ville ha handlet annerledes om opplysningen var tilgjengelig som skal bedømmes, f.eks. ved å avstå fra å handle eller handle til annen kurs.

For å omfattes av definisjonen av innsideinformasjon må opplysningene ikke være offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet.

Det må vurderes konkret om en opplysning er å anse som innsideinformasjon. Vurderingen er relativ og vil kunne falle ulikt ut for forskjellige selskaper og markeder. Tilsyn og sanksjonering av reglene knyttet til offentliggjøring av innsideinformasjon i vphl. §§ 5-2 og 5-3 er delegert til Oslo Børs, jf. vphl. § 17-4 (3) tredje punktum og vphl. § 15-1 (2), jf. verdipapirforskriften § 13-1.

6.2. Børsnoterte selskapers opplysningsplikt til Oslo Børs

Av vphl. § 12-2 (7) følger det at:

«Markedsoperatøren kan kreve at en utsteder av finansielle instrumenter som er eller søkes tatt opp til handel på det regulerte markedet, og utstederens tillitsvalgte og ansatte, uten hinder av taushetsplikt gir de opplysninger som er nødvendige for at markedsoperatøren skal kunne oppfylle sine lovbestemte plikter.»

Av Løpende forpliktelser pkt. 2.6 (5) følger det tilsvarende at:

«Børsen kan kreve at selskapet, selskapets tillitsvalgte og ansatte uten hinder av taushetsplikt gir børsen de opplysninger som er nødvendig for at børsen skal kunne oppfylle sine lovbestemte plikter.»

Bestemmelsene gir Oslo Børs adgang til å innhente opplysninger fra børsnoterte selskaper, slik at Oslo Børs kan håndheve de lover og regler som markedsoperatør for regulerte markeder er satt til å ivareta, jf. vphl. §§ 12-2 (3) og 12-5 (1).

7. Vurdering av informasjonsplikten

Spørsmålet børsen må ta stilling til er hvorvidt Navamedic skulle informert markedet om distribusjonsavtalen med Angelini på et tidligere tidspunkt enn kl. 08.00 den 31. mars 2020. Det må da vurderes hvorvidt innsideinformasjon oppsto forut for offentliggjøringstidspunktet.

Vilkårene for at innsideinformasjon skal foreligge er at det foreligger i) ikke-offentlige, ii) presise opplysninger som, iii) hvis offentliggjort, vil ha en merkbar kurseffekt.

Det kan innledningsvis fastslås at informasjonen om avtalen mellom Angelini og Navamedic ikke var offentlig tilgjengelig før børsmelding kl. 08.00 den 31. mars 2020.

Spørsmålet er så om informasjonen om inngåelsen av distribusjonsavtalen ville ha en merkbar kurseffekt.

Selskapet fremholder at Navamedic vurderte kurssensitiviteten av distribusjonsavtalen som begrenset og betydelig mindre enn oppkjøp av virksomheter og rettigheter.

Børsen peker imidlertid på at vurderingstemaet ved om informasjonen har en merkbar kurseffekt, ikke er et spørsmål om grader av kurssensitivitet, men om terskelen for «merkbar kurseffekt» er overskredet i forbindelse med den spesifikke informasjonen. Vurderingen beror på hvorvidt det er sannsynlig at en fornuftig investor ville tatt informasjonen i betraktning som del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning.

Selskapet har over en lengre periode hatt en uttalt strategi om å vokse i Benelux og særlig i Nederland. Inngåelsen av distribusjonsavtalen var dermed i tråd med Selskapets geografiske vekststrategi. Avtalen knytter seg til et smertelindringsprodukt og faller inn under et segment hvor Navamedic ikke har hatt produkter eller rettigheter forut for avtaleinngåelsen.²³ Virkningen av avtaleinngåelsen var således at den utvidet, samt diversifiserte Navamedics portefølje til et marked hvor Selskapet ikke tidligere hadde et klart fotfeste.

ThermaCare® er en anerkjent merkevare, som i henhold til offentlig tilgjengelig informasjon, årlig omsettes for omkring EUR 70 millioner globalt.²⁴ Det er således et produkt som gjenkjennes av investorbasen. Selv om konkrete omsetningstall for Norden og Nederland ikke ble offentliggjort, og heller ikke er i samme skala som den globale omsetningen, legger børsen til grunn, i henhold til korrespondansen med Selskapet, at distribusjonsrettighetene knytter seg til vesentlige verdier sett i forhold til Selskapets årsomsetning. Dertil kommer potensialet for ytterligere vekst både med hensyn til omsetningen av ThermaCare® og ved utvidelse av porteføljen for andre typer smertelindringsprodukter. Børsens vurdering er at avtaleinngåelsen hadde en klar strategisk betydning for Navamedic, slik også Selskapet selv har redegjort for.

På bakgrunn av disse omstendighetene anser Oslo Børs det som sannsynlig at en fornuftig investor ville ta informasjon om avtaleinngåelsen vedrørende distribusjonsrettighetene til ThermaCare® for et minimum av 8 år, i betraktning, som en del av sitt grunnlag for investeringsbeslutningen.

At avtaleinngåelsen ville ha en merkbar kurseffekt overfor Navamedics aksje, indikeres også av handelen som fulgte i perioden etter publiseringen av selskapets børsmelding. Selskapet har imidlertid anført at kursvirkningen som fant sted ved offentliggjøringen, 31. mars 2020, hadde bakgrunn i at aksjekursen hadde vært presset i den forutgående perioden som følge av emisjonen som ble plassert 18. februar 2020. Oslo Børs bemerker imidlertid at denne emisjonen ble plassert nært opp mot markedskurs (emisjonskurs NOK 19 mot sluttkurs NOK 19,50 samme dag) og videre ledet til kursoppgang de påfølgende dagene, frem til aksjen nådde toppnotering, den 21. februar 2020 på NOK 22,40 per aksje. Det etterfølgende kursfallet de påfølgende ukene speiler videre utviklingen av hovedindeksen («OSEBX») i samme periode, som sannsynligvis ble påvirket av den nasjonale og verdensomspennende utviklingen av COVID-19-utbruddet. Børsen kan derfor ikke se at det forelå et særlig press i Selskapets aksjekurs i forbindelse med den nevnte emisjonen, som medvirket til kursøkningen på 13,3 % samme dag som offentliggjøringen av avtaleinngåelsen om distribusjonsrettighetene for ThermaCare®. Børsen peker videre på at Selskapets aksjekurs har etablerte seg på et høyere nivå etter offentliggjøringen av distribusjonsavtalen.

Basert på det overnevnte er Oslo Børs av den oppfatning at avtaleinngåelsen vedrørende distribusjonsrettighetene til ThermaCare® således var informasjon som ville ha en merkbar kurseffekt på Navamedics aksjer.

Det gjenstående spørsmålet er *når* avtaleinngåelsen mellom Navamedic og Angelini var tilstrekkelig presis til å utgjøre innsideinformasjon.

Vurderingen av når avtalen ble innsideinformasjon er avhengig av om inngåelsen av avtalen «*med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe*» og dermed at det var tilstrekkelig sannsynliggjort at avtalen ville bli inngått.

Det nevnes at Selskapet har informert om at det i flere tilfeller har opplevd at avtaler har falt bort kort tid forut for signering og at dette er noe som kjennetegner Navamedics bransje, hvor det er et høyt volum av avtaler som kontinuerlig vurderes og forhandles, men hvor de fleste ikke blir noe av. Selskapet er derfor av den oppfatning at avtaler innen Navamedics bransje normalt ikke blir innsideinformasjon før det er klart at avtalene vil inngås og bli virksomme.

Selskapet selv betraktet innledningsvis at innsideinformasjon i relasjon til kontraktsinngåelsen med Angelini oppsto 17. mars 2020, da Navamedic ble enige med Angelini om avtalens vilkår. Partene hadde da vært i korrespondanse vedrørende ThermaCare® i over 5 måneder, mottatt avtaleutkast og forhandlet om avtalens innhold over to uker. Dagen forut for at partenes enighet, hadde Navamedic også engasjert kommunikasjonsrådgiver for å klargjøre børsmelding og på tidspunktet partene endelig kom til enighet begynte Selskapet også å føre innsidelister.

Det er ikke gjort rede for forhold som kunne reise tvil om at ledelsen i Navamedic ville signere avtalen med Angelini etter at partene ble enige om avtalebetingelsene. Det vises i denne forbindelse til at avtalen er opplyst å være utelukkende av positiv karakter, samt strategisk og finansielt viktig for Selskapet. Det er således ikke opplyst om forhold i tidsrommet mellom enigheten om avtalepunktene og den endelige signeringen som skulle tilsi at sistnevnte var avgjørende for når det var tilstrekkelig sannsynliggjort at avtalen ville inngås.

For børsen fremstår det som klart at på tidspunktet Navamedic kom til enighet med Angelini om avtalevilkårene, var forholdet kommet tilstrekkelig langt til at det var sannsynlig at distribusjonsavtalen ville bli inngått.

Selskapet har imidlertid trukket frem forholdet mellom Angelini og GSK som relevant for når innsideinformasjon om avtaleinngåelsen oppsto og gått tilbake på sin innledende vurdering av når avtaleinngåelsen måtte karakteriseres som innsideinformasjon. Selskapet har gjort gjeldende at gjennomføringen av Asset Purchase Agreement var en reell hindring og at innsideinformasjon ikke oppsto før børsen ble kontaktet kl. 09.13 den 30. mars 2020.

Spørsmålet børsen må ta stilling til er hvorvidt overdragelsen av rettighetene til ThermaCare® mellom Angelini og GSK medførte at det likevel ikke «med rimelig grunn kunne ventes» av avtalen ville bli inngått 17. mars 2020.

Børsen er enig med Selskapet om at gjennomføring av Asset Purchase Agreement var nødvendig for at avtalen mellom Selskapet og Angelini ville få virkning og således at overføringen av rettigheter mellom GSK og Angelini var et utestående element mellom Selskapet og Angelini frem til den endelige gjennomføringen, 30. mars 2020. Dette fremgår av avtalevilkårene i distribusjonsavtalen, hvor gjennomføring av Asset Purchase Agreement er definert som en «Condition Precedent». Virkningen av at Asset Purchase Agreement ikke ble gjennomført innen tidsintervallet avtalen fremsatte (senest 30. mai 2020), var således at distribusjonsavtalen mellom Angelini og Selskapet ville falle bort.

Børsen vil imidlertid bemerke at det, i henhold til EU-domstolens avgjørelse, *Daimler C-19/11*, ikke er et krav til sikkerhet eller høy sannsynlighet for at begivenheten skal inntre, for at opplysninger skal være tilstrekkelig presise til å utgjøre innsideinformasjon. Det kan i så tilfelle oppstå innsideinformasjon om forhold, til tross for at begivenheten i ettertid viser seg å ikke likevel bli noe av. Ikke ethvert utestående element må være oppfylt for at innsideinformasjon oppstår. Det er tilstrekkelig at det «med rimelig grunn kan ventes» at avtalen mellom Navamedic og Angelini ville bli inngått og tre i kraft.

Børsen finner det ikke sannsynlig at gjennomføring av Asset Purchase Agreement mellom Angelini og GSK, og følgelig den formelle overføringen av rettighetene til ThermaCare® var så usikker at det kan tillegges avgjørende betydning for når innsideinformasjonen om distribusjonsavtalen mellom Angelini og Navamedic oppsto.

Det vises i denne forbindelse til at GSK avholdt auksjonsprosessen om kjøpet av ThermaCare® allerede høsten 2019. Asset Purchase Agreement ble etterfølgende forhandlet og utformet av Angelini og GSK, før den ble inngått av partene den 8. desember 2019.²⁵ Asset Purchase Agreement og medfølgende

avtaledokumentasjon ble deretter sendt til EU-kommisjonen som del av den begrunnede søknaden om overdragelse av rettighetene til ThermaCare® fra GSK til Angelini, den 15. desember 2019.

EU-kommisjonens behandling av transaksjonen mellom GSK og Angelini rettet seg ikke bare mot Angelinis konkurranserettslige uavhengighet fra GSK, men også mot det innholdsmessige i den undertegnede avtaledokumentasjonen. Oslo Børs påpeker også at avtalen mellom Angelini og GSK var inngått på tidspunktet dokumentasjonen ble tilsendt EU-kommisjonen, noe som fremgår av definisjonen av «APA» (Asset Purchase Agreement) i distribusjonsavtalen mellom Angelini og Navamedic.

Mottak av EU-kommisjonens godkjenning fant sted 2. mars 2020.²⁸ I godkjenningen fremgår det at Grant Thornton UK LLP også overprøvde omfanget og rekkevidden av overdragelsen av ThermaCare® i relasjon til de konkurranserettslige implikasjonene gjennomføringen av avtalen ville ha for GSK.

Det vises videre til pressemeldingene publisert av GSK og Angelini, i tillegg til artikkelen inntatt i italienske Corriere Della Sera's L'Economia, hvor det i sistnevnte fremgår at Angelini hadde investert EUR 190 millioner i overdragelsen av ThermaCare®.

Gjenstående ved transaksjonen var selve gjennomføringen av Asset Purchase Agreement, dvs. formell overføringen av rettighetene hvis avtaleverket mellom GSK og Angelini knyttet seg til.

Børsen viser imidlertid til at omtalen av Asset Purchase Agreement-gjennomføring ikke var forbeholden fra Angelinis side. Både Angelini og dets morselskap publiserte pressemeldinger om anskaffelsen av ThermaCare® forut for gjennomføringen av Asset Purchase Agreement. Videre fremstår det som klart, ut fra korrespondansen Selskapet og Angelini imellom, at det ikke rådet usikkerhet omkring hvorvidt gjennomføringen av Asset Purchase Agreement ville finne sted, men heller omkring det aktuelle tidspunktet for møtet hvor gjennomføringen skulle finne sted. Ytterligere vises det til ordlyden i GSKs pressemelding hvor det fremgår at GSK hadde påtatt seg å gjennomføre overdragelsen av ThermaCare® overfor EU-kommisjonen for at transaksjonen med Pfizer skulle godkjennes, noe som også trekker i retning av at gjennomføring av overdragelsen ikke var tvilsom.

I distribusjonsavtalen som ble inngått mellom Navamedic og Angelini holdes det åpent for at gjennomføring av Asset Purchase Agreement kunne finne sted så sent som 30. mai 2020, uten at dette ville ha innvirkning overfor avtalen mellom Selskapet og Angelini. Navamedic har redegjort for at Angelini orienterte om at gjennomføringen av Asset Purchase Agreement tidligst ville skje i slutten av mars 2020. Børsen anser det således som høyst usannsynlig at overføringen av ThermaCare® ville falle fra i tidsperioden etter godkjenningen fra EU-kommisjonen var gitt.

Børsen anser derfor at det var sannsynlig at gjennomføringen Asset Purchase Agreement ville finne sted innen fristen den 30. mai 2020, i henhold til distribusjonsavtalen mellom Selskapet og Angelini og at dette var klart senest 7. mars 2020, da Angelini publiserte pressemelding om anskaffelse av ThermaCare®.

Børsen legger dermed til grunn Selskapets innledende vurdering, om at insideinformasjon oppsto etter tidspunktet at EU-kommisjonen hadde godkjent overdragelsen av ThermaCare®, og da Navamedic og Angelini var blitt enige om vilkårene i distribusjonsavtalen, altså den 17. mars 2020.

Da Selskapet er av den oppfatning at det ikke oppsto insideinformasjon før 30. mars 2020, ble det følgelig heller ikke truffet beslutning om utsatt offentliggjøring 17. mars 2020. Børsen ble derfor ikke kontaktet underhånden, jf. verdipapirforskriften § 5-1 og Løpende forpliktelser pkt. 3.1.2 (3). Børsen vil av denne grunn ikke gå nærmere inn på hvorvidt vilkårene for utsatt offentliggjøring kunne vært oppfylt på tidspunktet insideinformasjon oppsto den 17. mars 2020.

Lovens hovedregel er at insideinformasjon som direkte angår utstederen skal offentliggjøres uoppfordret og umiddelbart, jf. vphl. 5-2 (1) slik det også følger av Løpende forpliktelser pkt. 3.1.1 (1). Selskapet

offentliggjorde avtaleinngåelsen med Angelini først på morgenen 31. mars 2020. Navamedic har dermed brutt informasjonsplikten overfor markedet over en periode på 10 handelsdager.

8. Utsteders opplysningsplikt til Oslo Børs

For at Oslo Børs skal kunne kontrollere at utstedere ivaretar relevante lovkrav, kreves det at utstederne opplyser børsen i henhold til børsens forespørsler, jf. vphl. § 12-2 (7) og Løpende forpliktelser 2.6 (5). Ved notering på Oslo Børs er utstederne også underlagt en lojalitetsplikt, som stiller krav til at utstederne responderer børsen på en effektiv måte og etterlever de forespørslene som Oslo Børs fremsetter.

Hvilken informasjon som skal fremlegges til børsen begrenser seg, i henhold til vphl. § 12-2 (7), jf. også Løpende forpliktelser pkt. 2.6 (5) til det som er «nødvendig» for Oslo Børs' vurdering i det enkelte tilfelle. Kravet til nødvendighet må anses å henvise til en forholdsmessighetsvurdering hvor også utsteders lojalitetsplikt overfor børsen vil måtte hensyntas. Oslo Børs skal i henhold til fremsatte forespørsler overfor utstederen gis relevante, korrekte og helhetlige opplysninger som gjør Oslo Børs i stand til å gjøre en vurdering av sakens faktiske forhold og hvorvidt lovens og børsens regelverk er overholdt. I kravet til opplysningenes relevans ligger det at utstederen ikke har adgang til å fremlegge så vidt omfattende dokumentasjon om omkringliggende forhold at de relevante momentene forsvinner i mengden av fremsatte opplysninger. Det må gjøres en konkret vurdering av hvilken dokumentasjon som påkreves fremlagt.

Fremleggelsen kan imidlertid ikke begrense seg til forhold som er av direkte relevans for saken. Utstederen må gi Oslo Børs et helhetlig bilde av de etterspurte omstendighetene. Utstederen har ikke adgang til å begrense opplysningene til forhold som utelukkende taler for at utsteders forpliktelser er overholdt, eller i retning at utstederens tidligere fremsatte opplysninger, dersom det foreligger forhold som trekker i motsatt retning. Utstederen har eksempelvis ikke adgang til å fremlegge utdrag fra en helhet, som gir Oslo Børs et annet inntrykk av omstendighetene enn hva børsen ville hatt dersom helheten ble fremlagt.

Endelig kreves det at opplysningene som gis til Oslo Børs er korrekte. Det kreves at utstederen i så henseende gjennomfører nødvendig verifikasjon av opplysningene som fremsettes for børsen. Dersom opplysningene ikke lar seg verifisere, må utstederen opplyse børsen om at det foreligger usikkerhet om forholdene og begrunne hvorfor usikkerheten foreligger.

I forbindelse med Selskapets børs melding av 31. mars 2020 har Oslo Børs bedt om redegjørelser fra Selskapet ved tre anledninger: 2. april, 18. juni og 30. juni 2020.³¹ Det vil i det følgende vurderes om opplysningene som ble fremlagt for børsen var relevante, korrekte og helhetlige.

Ved henvendelse av 2. april 2020 ba børsen om Selskapets vurderinger av avtalen med Angelini i relasjon til om avtalen utgjorde innsideinformasjon, samt om å få fremlagt tidslinjen for hendelsesforløpet, dokumentasjon om inngåelsen av avtalen og Selskapets innsidelister.

Forespørselen ble besvart i sin helhet 14. april 2020, hvor Selskapet opplyste om følgende: «... som del av betingelsene for avtalen måtte Angelini først signere avtale med en tredjepart og det ble dermed avtalt at avtalen ikke kan kommuniseres før klarsignal var gitt for dette.»

Selskapet henviste i sin besvarelse til en relevant tredjepart. Videre ble det henvist til en avtale mellom Selskapet og Angelini vedrørende offentliggjøring av avtaleinngåelsen. Oslo Børs sendte i denne anledning en ny henvendelse den 18. juni 2020, hvor Selskapet ble bedt om å redegjøre om forholdet vedrørende Angelini og den relevante tredjeparten. Selskapet ble nærmere bedt om å avklare om tredjeparten kun hadde betydning for offentligjøringen eller hvorvidt tredjeparten også hadde betydning for selve avtaleinngåelsen mellom Navamedic og Angelini.

I Selskapets svarbrev av 23. juni 2020 fremgikk følgende:

«Når jeg omtalte en part som 'tredjepart' var det for å anonymisere et annet selskap som ikke er direkte avtalepart med Navamedic, og i realiteten er Navamedic en slags tredjepart i dette. Dette selskapet har eid produktet (Thermacare) helt til Angelini fikk kjøpt rettighetene til det. I antesipering av at Angelini skulle få ferdig avtalen for å kjøpe rettighetene fra dette selskapet, har Navamedic forhandlet med Angelini om rettighetene til Thermacare for våre markeder. Det vil si at inntil Angelini fikk ferdig avtalen kunne de ikke inngå noen avtale med Navamedic ettersom de ikke hadde rettighetene til produktet. Ergo var bekreftelse på at avtalen mellom Angelini og det andre selskapet essensielt for at avtalen mellom Angelini og Navamedic i det hele tatt kunne inngås, og denne bekreftelsen fikk vi som sagt på ettermiddagen 30. mars.»

Det ble imidlertid ikke opplyst til børsen at Angelini allerede 7. mars 2020 (24 dager forut for Navamedics offentliggjøring av avtaleinngåelsen) publiserte en pressemelding om at rettighetene til ThermaCare® uforbeholdent var ervervet utenfor det nord-amerikanske markedet.³² At Angelinis rettigheter vedrørende ThermaCare® ble avklart på et tidligere tidspunkt enn det Navamedic opplyste om, var videre underbygget av ytterligere pressemeldinger fra Angelinis morselskap og GSK³³ hvor det også ble opplyst at EU-kommisjonen hadde godkjent overdragelsen av rettighetene til ThermaCare®.³⁴ Opplysningene som fremgikk av de henviste pressemeldingene syntes dermed for børsen ikke å samsvare med det Selskapet opplyste til Oslo Børs den 23. juni 2020.

Ved ny henvendelse fra Oslo Børs den 30. juni 2020, ble Navamedic tilsendt pressemeldingen fra Angelini (vedlegg 3) og bedt om å redegjøre for hvilke rettigheter vedrørende ThermaCare® som ble avklart 30. mars 2020. Navamedic ble også bedt om å gi en fremstilling av de relevante avtalevilkårene som Selskapet henviste til i sin tidligere besvarelse til børsen, og som det ble opplyst at begrenset Selskapets adgang til å offentliggjøre avtaleinngåelsen mellom Navamedic og Angelini.

Selskapet besvarte henvendelsen den 4. juli 2020. I Selskapets svarbrev fremgikk: *«Hva som kan leses eller tolkes fra pressemeldingen du refererer til kan ikke vi spekulere i. Vi har hele tiden forholdt oss til Angelini som vår avtalemotpart og vi har ikke kunnet annonsere noe før de hadde bekreftet tilbake til oss at alt juridisk sett var ok fra deres side, noe vi fikk bekreftet pr email fra [redacted] hos Angelini Pharma kl. 13.26 den 30 mars (se snippet nedenfor) der [redacted] gav OK for oss å publisere dagen etter, noe vi så gjorde kl. 08.00 den 31.3.2020[.] Håper denne saken nå kan lukkes fra deres side.»*

Selskapet besvarte således ikke Oslo Børs forespørsel, hvor det ble bedt om en nærmere redegjørelse over hvilke rettigheter vedrørende ThermaCare® som Angelini først fikk avklart 30. mars 2020. I børsens henvendelse ble det ikke bedt om at Selskapet skulle spekulere, men ettergå og gjøre nødvendige verifikasjoner av den informasjonen som Selskapet tidligere hadde presentert for børsen og som ikke var i overensstemmelse med opplysninger børsen hadde fremskaffet på egenhånd.

I Selskapets besvarelse av 4. juli ble det videre ikke gitt noen klar fremstilling av eventuelle begrensninger/avtalevilkår som Navamedic ble pålagt i relasjon til offentliggjøring av avtaleinngåelsen med Angelini. Børsens forespørsel rettet seg mot, hvordan begrensingen ble regulert, når slik avtale ble inngått og det nærmere innholdet av en slik avtale.

Utover å besvare at «alt juridisk sett måtte være OK fra Angelinis side», viste Selskapet kun til en enkeltstående epost, som det senere viste seg at utgjorde en del av en sammenhengende epostkorrespondanse mellom Selskapet og Angelini. I den fremlagte eposten som ble tilsendt Selskapet fra Angelini 30. mars 2020, fremgikk det at avtalen kunne offentliggjøres dagen etter, hvis «OK» for Navamedic. E-posten fra Angelini, som ble lagt ved som del av Selskapets besvarelse av 4. juli 2020, var således begrenset på en slik måte at den ikke i seg selv var egnet til å avklare de forholdene som børsen etterspurte.

Besvarelsen gitt fra Selskapet 4. juli 2020 var dermed ikke av en slik helhetlig karakter at børsen ble gjort i stand til å ettergå de lovbestemte kravene børsen er satt til å ivareta, nærmere bestemt hvorvidt det forelå innsideinformasjon og om vilkårene for utsatt offentliggjøring var oppfylt.

Selskapets besvarelser, gitt 14. april, 23. juni og 4. juli sett i sammenheng, viser at Selskapet heller ikke har gjort den nødvendige verifikasjonen av opplysningene før de ble presentert for børsen. Korrespondansen med Selskapet etterlot børsen med det inntrykk at det ikke var blitt inngått noen nærmere avtale om at Navamedic ikke hadde adgang til å publisere børs melding forutfor avklaring med Angelini®. Børsen har heller den oppfatning at Navamedic ikke var komfortabel med å offentliggjøre børs meldingen til markedet før denne var blitt godkjent av Angelini og at Angelini også ble pålagt oppgaven med å koordinere offentliggjøringen av avtaleinngåelsen, forpliktelser som etter loven faller utelukkende på Navamedic.

Den etterfølgende dokumentasjonen som ble tilsendt Oslo Børs i forbindelse med Selskapets kommentarer til forhåndsvarselet viser at Selskapet hadde en mengde dokumentasjon som ble etterspurt av Oslo Børs gjennom den forutgående korrespondansen, men som var blitt holdt tilbake av Selskapet.

Informasjonen viste videre at det forelå relevante elementer og forhold i hendelsesforløpet som ledet frem til offentliggjøringen av børs meldingen 31. mars 2020, men som ikke kom til syne for Oslo Børs ved at dokumentasjonen som ble tilsendt 14. april og 4. juli 2020 ble separert fra den direkte sammenhengende korrespondansen.

Informasjonen viste til sist at Selskapet gjorde slutninger vedrørende premisene i distribusjonsavtalen og kommunikasjonen med Angelini om forhold Oslo Børs ikke er enig med Selskapet at kunne sluttes, og som Oslo Børs ville hatt grunnlag for å etterprøve på et tidligere tidspunkt, hadde dokumentasjonen blitt oversendt da den ble forespurt av børsen.

Oslo Børs er i henhold til overnevnte av den oppfatning at Navamedic ikke har overholdt Selskapets opplysningsplikt til Oslo Børs gjennom Selskapets besvarelser gitt 14. april, 23. juni og 4. juli 2020.

9. Sanksjon

Børsen kan ilegge overtredelsesgebyr for brudd på løpende informasjonsplikt etter vphl. § 21-4 (3) jf. § 5-2 og for brudd på opplysningsplikten til Oslo Børs, jf. vphl. § 12-9 jf. § 12-2 (7).

Ved fastsettelse av gebyrets størrelse tar børsen i betraktning bruddenes alvor, omfang og varighet, selskapets vilje til å samarbeide ved børsens undersøkelse av saken og hvorvidt selskapet har blitt kritisert eller sanksjonert av børsen tidligere. Ved utmålingen tar børsen også høyde for børsens- og børs klagenemndens sanksjonspraksis ved lignende saker.

Oslo Børs har ikke tidligere rettet kritikk mot Navamedic. Overtredelsene sett i sammenheng er imidlertid av en slik karakter at børsens vurdering er å ilegge Selskapet overtredelsesgebyr.

Angående bruddenes alvor og omfang, foreligger brudd på Selskapets informasjonsplikt. Innsideinformasjonen om avtaleinngåelsen med Angelini ble ikke offentliggjort da innsideinformasjon oppsto, men etter børsens vurdering, ti handelsdager for sent.

Oslo Børs er kritisk til at Selskapet ikke oppfylte sine plikter i relasjon til offentliggjøring av innsideinformasjon da Selskapet tilsynelatende korrekt karakteriserte opplysningene som innsideinformasjon 17. mars 2020. Oslo Børs anser at begivenhetene som ledet frem til børs melding 31. mars 2020 viser en mangel på kunnskap om det børsrettslige regelverket og de plikter som påligger utstedere av aksjer notert på Oslo Børs.

Når Selskapets informasjonsplikt ikke overholdes, øker risikoen for markedsmisbruk. Samtidig føres investorer og aksjonærer bak lyset frem til informasjonen er utlignet i markedet. Ved brudd på informasjonsplikten vil dette kunne lede til at allmennhetens tillitt til verdipapirmarkedet blir svekket.

Hva gjelder Selskapets vilje til å samarbeide ved børsens undersøkelse av saken, vil det ikke tillegges vekt i negativ retning under utmålingen av sanksjon for brudd på informasjonsplikten, da dette utgjør grunnlag for egen sanksjon, jf. nedenfor.

Børsen har truffet vedtak om overtredelsesgebyr for brudd på informasjonsplikten ved flere anledninger.

I børsstyrets vedtak 24. august 2016 ble Sandnes Sparebank ilagt overtredelsesgebyr for brudd på informasjonsplikten tilsvarende fire ganger kursnoteringsavgiften. Sandnes Sparebank hadde rettidig gitt melding underhånden om utsatt offentliggjøring til børsen. Bruddet gjaldt at selskapet ikke korrekt vurderte når vilkårene for utsatt offentliggjøring ikke lengre forelå i tilknytning til to selskapshendelser som førte til villedelsen av markedet i en periode på 16 handelsdager.

Scana Industrier ASA ble som følge av overtredelse av informasjonsplikten ilagt sanksjon av børsen i sak, 26. mai 2015. Scana unnlot å informere markedet om manglende innbetaling av et vesentlig aksjonærlån i forlengelsen av salget av et datterselskap, fra forfallet siste del av mai 2014 og over en lengre periode, før utligningen fant sted delvis i oktober 2014 og endelig i januar 2015, noe som utgjorde innsideinformasjon fra forfallet inntrådte. Overtredelsesgebyret for brudd på informasjonsplikten ble satt til tre ganger det årlige kursnoteringsgebyret. I formildende retning ble det vektlagt at det hadde gått noe tid mellom bruddet og den endelige avgjørelsen fra børsen.

Bionor Pharma ASA ble i børsstyrevedtaket 24. august 2011 ilagt overtredelsesgebyr for brudd på selskapets informasjonsplikt med to ganger kursnoteringsavgiften. Selskapet hadde ikke varslet markedet tidsnok om en erkjennelse av at et produkt likevel ville ha virkning, etter at det motsatte ble meldt til markedet. Bruddet knyttet seg til forsinket offentliggjøring over fire handelsdager.

I nærværende sak har det ved fastsettelsen av overtredelsesgebyret blitt sett hen til at overtredelsene i forbindelse med informasjonshåndteringen knytter seg til en periode på 10 handelsdager. Oslo Børs viser imidlertid til at informasjonen i perioden har blitt behandlet konfidensielt og at skadevirkningene på markedet frem til offentliggjøringen fant sted, synes å være begrenset. Børsen vurderer derfor at overtredelsesgebyret ikke skal settes for høyt. Det tillegges også vekt at det har tatt noe tid mellom at bruddet på informasjonsplikten fant sted og frem til børsen har truffet sin avgjørelse. Oslo Børs anser at overtredelsesgebyret for brudd på informasjonsplikten skal settes til to ganger det årlige kursnoteringsgebyret.

Det andre bruddet oppsto under børsens etterfølgende undersøkelse av saken, hvor Selskapet ikke i tilstrekkelig grad medvirket til å besvare børsens spørsmål, holdt tilbake og selektivt presenterte faktum for børsen, på en slik måte at børsen ikke hadde adgang til å skaffe seg et korrekt bilde av saken. Det er alvorlig at Selskapet ikke meddelte Oslo Børs de relevante opplysningene som ble forespurt ved undersøkelsen av omstendighetene som ledet frem til børsmelding av 31. mars 2020. For at Oslo Børs skal kunne operere fungerende markedsplasser, må utstederselskapene respektere og etterkomme børsens klare forespørslar. Opplysningene som gis til børsen skal være relevante, helhetlige og korrekte, slik at Oslo Børs gis anledning til å vurdere de lovbestemte kravene børsen er satt til å ivareta.

Vedrørende brudd på opplysningsplikten finnes det begrenset børspraksis. DNO International ASA ble imidlertid av børsklagenemnden 17. september 2009 ilagt overtredelsesgebyr for brudd på opplysningsplikten overfor børsen. Bruddet fant sted under børsens nære undersøkelse av DNOs salg av egne aksjer. I perioden november og desember 2008 unnlot DNO å gi fyllestgjørende svar på flere av børsens

henvendelser. Videre ble informasjon som var relevant for børsens vurdering, tilbakeholdt. De tilbakeholdte opplysningene vedrørte kjernen av sakens vurderingstema og ble ikke direkte besvart av selskapet, tross konkrete henvendelser fra børsen. DNO ble av børsklagenemnden ilagt et overtredelsesgebyr tilsvarende fire ganger kursnoteringsavgiften.

I forbindelse med at Navamedic har overtrådt opplysningsplikten overfor Oslo Børs, mener børsen at det av preventive hensyn fordres en reaksjon overfor Selskapet. DNO-saken synes noe grovere enn den foreliggende. Overtredelsesgebyret i denne saken bør derfor settes noe lavere. Det vektlegges også at Selskapet i forbindelse med sine kommentarer til forhåndsvarslet har tatt selvkritikk vedrørende Selskapets brudd på opplysningsplikten og meddeler at det også har tatt lærdom av hendelsen. Basert på det overnevnte har Oslo Børs funnet at overtredelsesgebyrets størrelse for brudd på opplysningsplikten skal settes til én gang kursnoteringsgebyret.

10. Vedtaket truffet av Oslo Børs

«Navamedic ASA ilegges overtredelsesgebyr, tilsvarende to ganger kursnoteringsgebyret og NOK 406.000,- i sanksjon for brudd på plikten til å offentliggjøre innsideinformasjon, jf. vphl. § 5-2, jf. vphl. § 21-4 (3) og 19-1 (2), jf. verdipapirforskriften § 17-1.

Navamedic ASA ilegges overtredelsesgebyr, tilsvarende én gang kursnoteringsgebyret og NOK 203.000,- for brudd på utsteders opplysningsplikt til Oslo Børs, jf. vphl. § 12-2 (7), jf. vphl. § 12-9.»

3.3 Periodisk informasjonsplikt – regnskapsrapportering

3.3.1 Lavo.tv AS – Overtredelse plikten til å offentliggjøre års- og halvårsrapport, 06.02.2020

1 Innledning og sammendrag

Lavo.tv AS («**Selskapet**» eller «**Lavo**») er underlagt løpende forpliktelser for selskaper tatt opp til handel på Merkur Market («**Løpende forpliktelser**»). Selskapet har oversittet fristene for rettidig offentliggjøring av revidert årsrapport for 2018 og halvårsrapport for perioden 1. januar - 30. juni 2019 ("**H1-2019**") etter nevnte regelverk.

Årsrapporten for 2018 ble offentliggjort 15. november 2019, det vil si fem og en halv måned etter fristens utløp 31. mai 2019. Halvårsrapporten for H1-2019 ble offentliggjort 23. desember 2019, noe som utgjorde en oversittelse av fristen 30. september 2019 med nærmere tre måneder.

Oslo Børs mener at oversittelsene hver for seg er å anse som vesentlige brudd på løpende forpliktelser. Børsen har på dette grunnlaget, herunder etter å ha vurdert de krevende omstendighetene som var gjeldende for Selskapet i den aktuelle perioden, besluttet å ilegge Selskapet et overtredelsesgebyr etter løpende forpliktelser punkt 12.3 (2).

Selskapet ble også 17. juni 2019 ilagt et overtredelsesgebyr for vesentlig brudd på plikten til å melde innsideinformasjon til markedet⁴⁸. Selskapet hadde på det tidspunktet også vært i brudd med enkelte andre bestemmelser i løpende forpliktelser, noe som ble ansett som et skjerpende moment ved daværende avgjørelse om å ilegge overtredelsesgebyr.

Sakens faktiske forhold vil bli nærmere belyst under punkt 3 nedenfor. Det rettslige grunnlaget er oppsummert i punkt 4. Under punkt 5 følger Selskapets anførsler, mens børsens vurdering er inntatt under punkt 6. Børsens vedtak fremkommer under punkt 7.

⁴⁸ Overtredelsesgebyret ble påklaget av Selskapet, men Merkur Market klagenemnd besluttet 22. august 2019 å opprettholde børsens vedtak; [Merkur Market klagenemnd - Avgjørelse 1 - 2019 - Lavo.tv AS](#)

2 Kort om Selskapet

Lavo.tv AS er et norsk aksjeselskap stiftet i 2013. Selskapet ble tatt opp til handel på Merkur Market 20. juni 2018. Selskapet er lokalisert i Oslo.

I Selskapets halvårsrapport H1-2019 beskriver Selskapet sin virksomhet til å være fremstilling og drift av det sosiale nettverket Lavo. Selskapet utvikler en teknisk plattform for visning av høydepunkter fra TV innen sport og underholdning i et sosialt nettverk basert på en mobil applikasjon. Videre utvikler Selskapet annonseprodukter på plattformen.

Lavo ble satt under særlig observasjon⁴⁹ 8. januar 2019 etter offentliggjøring av innkalling til ekstraordinær generalforsamling med forslag om oppløsning og avvikling av Selskapet. Forslaget ble ikke vedtatt og den 29. mai 2019 offentliggjorde Selskapet avtale om restrukturering av eksisterende gjeld og ny finansieringsavtale med Selskapets långiver, endring i daglig ledelse og forslag til nytt styre. Forslag til restruktureringsplan mv. ble vedtatt av ekstraordinære generalforsamlingen 7. juni 2019. I etterkant av børsmelding om restrukturering videreførte Oslo Børs Selskapets status under særlig observasjon som følge av forsinket offentliggjøring av finansiell informasjon. I forbindelse med at halvårsrapport for H1-2019 ble offentliggjort 23. desember 2019 ble Selskapet tatt av særlig observasjon 27. desember 2019.

3 Sakens faktiske forhold

Selskapet offentliggjorde revidert årsrapport for regnskapsåret 2018 gjennom børsmelding av 15. november 2019⁵⁰. Fristen for å offentliggjøre årsrapporten utløp 31. mai 2019, og oversittelsen utgjorde således fem måneder og 15 dager. Årsrapporten var opprinnelig planlagt offentliggjort 26. april 2019, men ble en rekke ganger utsatt av Selskapet. Utsettelsene ble løpende kommunisert til markedet gjennom offentliggjøring av oppdatert finansiell kalender. Denne kommunikasjonen er oppsummert i tabell 1 under.

Halvårsrapport for H1-2019 ble offentliggjort 23. desember 2019⁵¹. Fristen for å offentliggjøre halvårsrapporten utløp 30. september 2019, og oversittelsen utgjorde således to måneder og 23 dager. Halvårsrapporten var opprinnelig planlagt offentliggjort 27. september 2019, men også denne rapporten ble flere ganger utsatt av Selskapet. Utsettelsene ble, i likhet med utsettelsene av årsrapporten for 2018, kommunisert til markedet gjennom oppdatering av Selskapets finansielle kalender, jf. i tabell 1.

Tabell 1, Selskapets oppdatering av finansiell kalender gjennom børsmeldinger:

Offentliggjøring av finansiell kalender (dato)	Angitt tidspunkt for årsrapport 2018*	Angitt tidspunkt for H1-2019*	Selskapets merknad til endring av dato(er) angitt i børsmeldingen
25.04.2019	31.05.2019	27.09.2019	Due to the ongoing restructuring the company has decided to change the announcement date to 31 May 2019.
29.05.2019	28.06.2019	27.09.2019	De siste månedene har det pågått en iherdig prosess for å redde selskapet. Samtidig har ikke selskapet hatt ressurser til å få levert årsregnskapet for 2018 i tide, men nå som Lavo er berget har dette vår førsteprioritet og vi vil ferdigstille regnskapet så raskt det lar seg gjøre.
27.06.2019	30.08.2019	27.09.2019	På grunn av den pågående restruktureringen har selskapet i samråd med sin regnskapsfører og revisor besluttet å utsette offentliggjørelsen av årsrapporten for 2018 til 30. august 2019.
29.08.2019	30.09.2019	31.10.2019	På grunn av den pågående restruktureringen har selskapet i samråd med sin regnskapsfører og revisor

⁴⁹ Jf. Løpende forpliktelser punkt 14.4

⁵⁰ Børsmelding av 15. november 2019 <https://newsweb.oslobors.no/message/489558>

⁵¹ Børsmelding av 23. desember 2019 <https://newsweb.oslobors.no/message/492606>

			besluttet å utsette offentliggjørelsen av årsrapporten for 2018 til 30. september 2019 samt å utsette offentliggjørelsen av halvårsrapporten for 2019 til 31. oktober 2019.
27.09.2019	31.10.2019	29.11.2019	På grunn av den pågående restruktureringen har selskapet i samråd med sin regnskapsfører og revisor besluttet å utsette offentliggjørelsen av årsrapporten for 2018 til 31. oktober 2019 samt å utsette offentliggjørelsen av halvårsrapporten for 2019 til 29. november 2019.
31.10.2019	15.11.2019	23.12.2019	Regnskapet for 2018 er i ferd med å bli ferdigbehandlet, men det er fortsatt noen utestående poster som må løses før det kan publiseres. Som en del av revisjonsprosessen jobber selskapet med å sikre fremtidig finansiering. Regnskapet for 2018 vil bli publisert så snart de er ferdigbehandlet, men selskapet har i samråd med sin regnskapsfører og revisor, besluttet å utsette offentliggjøringen av årsrapporten for 2018 til 15. november 2019 og å utsette offentliggjøringen av halvårsrapport for 2019 til 23. desember 2019.

* Tidspunkter som overskrider fristen for offentliggjøring av hhv. års- og halvårsrapport er angitt med rødt.

Den 15. november 2019, før de to finansielle rapportene var offentliggjort, sendte Oslo Børs en forespørsel⁵² til Selskapet. Det ble bl.a. bedt om redegjørelse for bakgrunnen for hver enkelt utsettelse av offentliggjøring av hhv. års- og halvårsrapport og om hvilke eventuelle tiltak Selskapet hadde truffet for å forhindre fremtidige oversittelser av offentliggjøringsfristene. Selskapet besvarte forespørselen rettidig 21. november 2019⁵³. Børsens foreløpige syn på saken ble oversendt til Selskapet 10. januar 2020 for kontradiksjon, med forhåndsvarsel om mulig sanksjon⁵⁴. Frist for kommentarer var satt til fredag 24. januar kl. 09:00. Selskapets tilsva⁵⁵ med kommentarer til forhåndsvarselet ble mottatt søndag 26. januar kl. 23:44 (datert 24. januar) uten at det var blitt anmodet om fristutsettelse. Fristoversittelsen har likevel ikke hatt noen praktisk betydning for børsens saksbehandling. Hovedpunktene i Selskapets redegjørelse er inntatt i punkt 5 under.

4 Rettslig grunnlag

4.1 Regnskapsrapportering

Det fremkommer av Løpende forpliktelser punkt 4.3 at «Årsrapporten skal offentliggjøres så raskt som mulig og senest fem måneder etter regnskapsårets utgang. Offentliggjøring skal skje straks årsrapporten er vedtatt av styret eller tilsvarende organ.» Av pkt. 4.4 første ledd fremkommer det at «halvårsrapport skal offentliggjøres så raskt som mulig og senest tre måneder etter regnskapsperiodens utgang.» Plikten til å utarbeide årsrapport, samt krav til rapportens innhold, fremkommer av punkt 4.2 (1)-(6).

4.2 Sanksjoner for foretak med aksjer tatt opp til handel

Etter Løpende forpliktelser punkt 12.3 kan Oslo Børs sanksjonere brudd på reglene for Merkur Market, herunder brudd på plikten til å offentliggjøre regnskapsrapporter etter Løpende forpliktelser punkt 4.3 og 4.4. Av punkt 12.3 (1) fremkommer det at ved brudd på reglene for Merkur Market kan Oslo Børs ASA påpeke forholdet ved å gi offentlig kritikk. Ved vesentlige brudd på reglene for Merkur Market, kan Oslo Børs ASA vedta å ilegge selskapet et overtredelsesgebyr jf. punkt 12.3 (2)-(3). Ved anvendelse av sistnevnte skal saksbehandlingsbestemmelsene i punkt 12 (4)-(6) følges.

⁵² Vedlegg 1: Børsens forespørsel om informasjon av 15. november 2019

⁵³ Vedlegg 2: Selskapets redegjørelse av 21. november 2019

⁵⁴ Jf. Løpende forpliktelser punkt 12.3 (3) nr. 1

⁵⁵ Vedlegg 3: Selskapets tilsva⁵⁵ av 26. januar til forhåndsvarsel av 10. januar 2020

5 Selskapet anførsler

I brev av 21. november 2019⁵⁶ har Selskapet redegjort for de omstendighetene som lå til grunn for hver enkelt utsettelse av hhv. årsrapporten for 2018 og halvårsrapporten H1-2019. Sammenfattet anførte Selskapet følgende:

Selskapet fremhever at det gjennomgående var utfordrende å samarbeide med tidligere gründer av Selskapet, og at det tok tid å registrere ny engelsk styreformann i Brønnøysund. Dette medførte at det tok lang tid å få tilgang til Selskapets konti. Videre var det samarbeidsproblemer med Selskapets regnskapsfører, noe som vanskeliggjorde arbeidet med regnskapene helt frem til medio november.

- I midten av april 2019 var ikke arbeidet med årsrapport for 2018 påbegynt da man jobbet med å redde Selskapet fra konkurs, noe som pågikk frem til slutten av mai 2019 (forhandlinger med kreditorer og med største aksjonær om å finne langsiktige løsninger). Siden forhandlingene trakk ut, var Selskapet ikke i stand til å betale revisor og regnskapsfører.
- Ved utgangen av august hadde enda ikke selskapet fått tilgang til egne konti, men største aksjonær hjalp til med å betale prekære regninger. Selskapet anfører videre at regnskapsfører ikke var samarbeidsvillig og forlangte overraskende store summer for å gå i gang med jobben med å slutføre regnskapet for 2018. Man så også at pengene som var kommet fra hovedaksjonær, og som skulle strekke til seks måneder, begynte å ta slutt. Selskapet fant det særdeles viktig å forhandle på plass en garanti for videre drift som strakk seg utover seks måneder. Selskapet ble også enig med revisor at det ikke var noen vits i å levere et regnskap uten denne garantien på plass. Som en følge av forsinkelsen av årsrapporten, ble selskapet sammen med regnskapsfører og revisor enige om også å utsette publiseringen av halvårsrapporten H1-2019.
- Den 12. november 2019 fikk Selskapet bekreftelse på at drift de neste tolv måneder var garantert. Samtidig betalte man ut et uforholdsmessig stort beløp til regnskapsfører for å komme i gang igjen. Dilemmaet var likevel at regnskapsfører satt på alle data. Årsregnskapet med revisjonsberetning ble ferdigstilt og offentliggjort 15. november 2019.
- Umiddelbart etter at årsrapport var ferdigstilt, byttet Selskapet til ny regnskapsfører. Selskapet anførte at Lavo.tv AS er et lite og ikke komplisert selskap, og at man derfor ville bli ferdig med halvårsrapporten i god tid før 23. desember. Videre forklarte Selskapet at man nå hadde på plass kompetanse og systemer som gjør at regnskapsførsel i fremtiden vil være ajour.

I Lavos tilsvarende til børsens forhåndsvarsel om mulig sanksjon⁵⁷ anerkjenner Selskapet på generelt grunnlag viktigheten av rettidig regnskapsrapportering. Samtidig anføres det at i perioden januar til mai 2019 var årsrapporten for 2018 uten praktisk betydning for investorer og markedet. Bakgrunnen for dette var at Selskapet selv i begynnelsen av januar 2019 hadde foreslått for generalforsamlingen å oppløse Selskapet som følge av likviditetsmangel, man hadde ingen inntekter/salgbare aktiva og det eneste interessante for markedet var hvorvidt Selskapet ville bli refinansiert. Forsinket offentliggjøring av årsrapporten hadde derfor mindre betydning enn det som er vanlig. Selskapet mener det samme gjaldt halvårsrapporten, selv om Selskapet erkjenner at argumentene er noe mindre fremtredende enn for årsrapporten.

Selskapet anfører videre at forholdene rundt konflikten med Selskapets gründer og samarbeidsproblemene med regnskapsfører, som redegjort for i brev av 21. november gjengitt over, var helt ekstraordinære og av

⁵⁶ Se vedlegg 2

⁵⁷ Se vedlegg 3

force majeure karakter. Herunder vises det også til rettsak hvor gründer hadde reist krav om endelig lønn og sluttvederlag, samt Selskapets motkrav⁵⁸.

Avslutningsvis oppsummerer Selskapet med at forholdene som det er redegjort for var av en slik karakter at et overtredelsesgebyr ikke skal ilegges, og dersom gebyr likevel ilegges bør det være så lavt som mulig. I denne sammenheng vises det bl.a. til at 2019 har vært et komplisert «opprydningår» ifm. refinansiering og at et overtredelsesgebyr vil ramme alle som har bidratt urimelig, inkludert kreditorer som har akseptert konvertering av fordringer. Det pekes også på at Selskapet fremdeles har en svært anstrengt økonomi og at et overtredelsesgebyr kan få betydning for Selskapets fremtidige finansieringsløsning.

6 Børsens vurderinger

6.1 Betydningen av rettidig offentliggjøring av års- og halvårsrapport

Merkur Market er en multilateral handelsfasilitet hvor selskaper tatt opp til handel er underlagt markedsplassens egne regler. Selskapenes etterlevelse av regelverket er viktig av hensyn til markedsplassens integritet. Derav er også oppfølging av selskapenes overholdelse av Løpende forpliktelser en prioritert oppgave for børsen.

Offentliggjøring av finansiell informasjon er en grunnleggende forpliktelse. Periodisk finansiell informasjon fra utsteder er viktig for markedets vurdering av selskapets inntekter og kostnader i den aktuelle perioden, og for oversikt over selskapets finansielle stilling for øvrig. Slik informasjon bidrar til å danne grunnlag for investeringsbeslutninger som tas av investorer, og bekrefter finansielle konsekvenser av annen informasjon selskapet eventuelt har offentliggjort løpende. Det er derfor av stor betydning at offentliggjøring av selskapenes års- og halvårsrapporter er tidsriktig og forutsigbar.

Også i de tilfeller der den finansielle informasjonen er i tråd med markedets forventninger, og eventuell tidligere kommunikasjon fra selskapet, anser børsen at rettidig regnskapsrapportering er viktig. Dette da års- og halvårsrapportene bekrefter slike eventuelle forventninger. Dette gjelder i særdeleshet selskapets årsrapport da denne er underlagt revisjon av uavhengig revisor, noe som gir en bekreftelse og trygghet for at selskapets fremstilling gir ett rettviseende bilde.

Børsen ønsker også å påpeke at fristen på fem og tre måneder for offentliggjøring av hhv. års- og halvårsrapport er å anse som «minimumsbestemmelser» og at mange selskaper velger å forsere disse fristene.

6.2 Rettslig vurdering

Som det fremgår over offentliggjorte Lavo sin årsrapport for 2018 fem og en halv måned etter fristen angitt i Løpende forpliktelser punkt 4.3 og halvårsrapporten H1-2019 to måneder og 23 dager etter fristen angitt i Løpende forpliktelser punkt 4.4. Det er således uomtvistelig at Selskapet har brutt de to nevnte bestemmelsene.

Spørsmålet etter dette blir dermed om de to oversittelsene hver for seg eller samlet er å anse som «vesentlige brudd på reglene for Merkur Market», og om det derved er grunnlag for å ilegge Selskapet et overtredelsesgebyr etter Løpende forpliktelser punkt 12.3 (2)-(3).

Etter børsens syn er informasjonsverdien av offentliggjorte regnskapsrapporter avtagende med lengden på fristoversittelsen. En årsrapport som offentliggjøres fem og en halv måned etter siste frist er i praksis basert på 10 og en halv måned gammel informasjon. Videre var det 13 og en halv måned siden selskapets

⁵⁸ Se børs melding av 19. august 2019 <https://newsweb.oslobors.no/message/483205> og børs melding av 29. januar 2020 <https://newsweb.oslobors.no/message/494137>.

foregående finansielle rapport⁵⁹ var blitt offentliggjort da årsrapporten for 2018 ble offentliggjort 15. november 2019. Oversittelsen av fristen for å offentliggjøre årsrapporten for 2018 var etter børsens syn betydelig.

Også oversittelsen av fristen for halvårsrapporten for H1-2019 med to måneder og 23 dager var etter børsens mening betydelig. I denne sammenheng er det verdt å påpeke at en halvårsrapport ikke er underlagt krav om revisjon, noe som tilsier en mindre tidkrevende ferdigstilling. Ved offentliggjøringen kl. 22:55 den 23. desember 2019 representerte rapporten i praksis nesten seks måneder gammel informasjon. Uten at det har vesentlig betydning for saken vises det også til Selskapets brev av 21. november 2019 hvor man forsikret børsen om at halvårsrapporten for H1-2019 ville bli ferdig i god tid før 23. desember 2019, noe som viste seg å ikke være riktig.

Oslo Børs finner det positivt at Selskapet hadde oppdatert markedet med endring i finansiell kalender i forkant av datoene man tidligere hadde annonsert at rapportene skulle offentliggjøres. På den andre siden har disse oppdateringene kommet kort tid i forveien av den tidligere angitte datoen, jf. tabell 1 i punkt 3. Dette, og de gjentatte utsettelsene, reduserte forutberegneligheten for investorene.

Oslo Børs anser på generelt grunnlag at finansiell informasjon, og særlig årsrapporten som er underlagt revisjon, er av stor betydning for markedet også der Selskapet er i en uavklart restruktureringsprosess. Selskapet anfører i denne forbindelse at i perioden januar til mai 2019 var årsrapporten for 2018 uten praktisk betydning for investorer og markedet som følge restruktureringsbehovet som var avgjørende for Selskapets videre eksistens. Dette synspunktet finner imidlertid børsen ikke spesielt relevant i all den tid Selskapet fikk på plass en restruktureringsavtale og ny finansiering før fristen for offentliggjøring av årsrapporten utløp⁶⁰. Selv om denne løsningen kom på plass kun to dager før fristens utløp, skulle det gå ytterligere fem og en halv måned før årsrapporten for 2018 ble offentliggjort av Selskapet.

Når det gjelder bakgrunnen for oversittelsen av fristene fremkommer det av Selskapets kommunikasjon til markedet⁶¹ at dette har vært et resultat av manglende ressurser og den pågående restruktureringsprosessen. Også i brev av 21. november⁶² er det anført at den ressurskrevende prosessen knyttet til å sikre videre drift av Selskapet, samt at man en periode ikke hadde midler til å betale regnskapsfører og revisor, var viktige årsaker til utsettelsene. Oslo Børs har forståelse for at Selskapet har vært gjennom en krevende prosess, men fristene for finansiell rapportering i Løpende forpliktelser gjelder uavhengig av hvilken situasjon selskapet befinner seg i.

Selskapet peker på betydelige samarbeidsproblemer med tidligere gründer og utfordringer med å få registrere ny engelsk styreformann i Brønnøysund som medvirkende årsaker til forsinkelsene. Dette medførte at det tok lang tid å få tilgang til Selskapets konti. Videre fremstår samarbeidsproblemene med Lavos regnskapsfører som en betydelige medvirkende årsak til forsinkelsene. Selv om samarbeidsproblemene skapte en vanskelig situasjon, er børsens standpunkt at Selskapet som en hovedregel må svare for eventuelle feil og/eller unnlatelser begått av egne ansatte, tidligere ansatte og de tjenesteleverandører Selskapet har knyttet til seg. Oslo Børs mener at dette faller inn under Selskapets egne interne forhold, og ikke ekstraordinære («force majeure») forhold som Selskapet ikke bærer ansvar for. Børsen er derfor ikke enig i Selskapets anførsel om at forholdene rundt konflikten med Selskapets gründer og samarbeidsproblemene med regnskapsfører var av force majeure karakter, og at Selskapet av den grunn ikke skal stilles til ansvar for regelbrudd som delvis er begrunnet med slike forhold. Kravene i Løpende forpliktelser påhviler Selskapet, og Selskapet må innrette seg slik at disse forpliktelsene kan overholdes.

⁵⁹ Halvårsrapport for H1-2018, <https://newsweb.oslobors.no/message/460338>

⁶⁰ Jf. Selskapets børs melding av 29. mai 2019; <https://newsweb.oslobors.no/message/478248>

⁶¹ Se tabell 1 i punkt 3.

⁶² Se punkt 5, jf. vedlegg 2.

Børsen mener det uansett må være en grense for lenge Selskapet kan påberope seg hendelser av den art det her er tale om som grunnlag for oversittelsene.

Oslo Børs finner etter dette at Selskapet selv må bære ansvaret for oversittelsene av fristene for årsrapporten for 2018 og halvårsrapporten H1-2019. Dette til tross for utfordringene knyttet til restruktureringen, ressursmangler og samarbeidsproblemer.

Videre kan det synes som at oversittelsen av fristene for hhv. års- og halvårsrapporten var påvirket av Selskapets egne prioriteringer. Det fremkommer da også av redegjørelsen av 21. november 2019 at Selskapet i slutten av august 2019 var blitt enig med revisor om at det «ikke var noen vits i å levere et regnskap» før en garanti om midler til drift ut over de opprinnelige seks månedene man var tilført av hovedaksjonær var sikret. Som en konsekvens av utsettelsen av årsregnskapet hadde Selskapet også besluttet å utsette ferdigstillingen av halvårsrapporten H1-2019. Garanti fra hovedaksjonær som ga grunnlag for videre drift kom først på plass 12. november. Selskapet ferdigstilte deretter årsregnskapet hurtig slik at dette ble offentliggjort 15. november i tråd med siste oppdaterte finansielle kalender. Oslo Børs finner det imidlertid vanskelig å se at det ikke var mulig å ferdigstille et revidert regnskap selv med en usikkerhet rundt fortsatt drift. Slik børsen ser det, var dette snarere et spørsmål om hvilke forbehold og merknader revisor eventuelt ville hatt i sin revisjonsberetning. Således fremstår det som at utsettelsene av begge regnskapene delvis skyldtes et bevist valg Selskapet foretok.

Som det fremgår over er det uomtvistelig at Lavo har overtrådt Løpende forpliktelser punkt 4.3 og 4.4 ved å oversitte fristene for offentliggjøring av hhv. årsrapporten for 2018 og halvårsrapporten for H1-2019. Begge oversittelsene har vært betydelige rent tidsmessig, de har vært forårsaket av Selskapets egne forhold og anses derav som vesentlige brudd på reglene for Merkur Market.

7 Sanksjon

Som det fremgår av punkt 4.1 og 4.2 kan Oslo Børs ilegge overtredelsesgebyr for vesentlige brudd på reglene for Merkur Market, herunder plikten til å offentliggjøre års- og halvårsrapport innen fristene oppstilt i Løpende forpliktelser punkt 4.3 og punkt 4.4. Det følger av Løpende forpliktelser punkt 12.3 (3) nr. 2 at overtredelsesgebyr kan maksimalt utgjøre NOK 1.000.000,- for hver overtredelse. Ved utmålingen skal Selskapets markedsverdi og økonomiske stilling, samt overtredelsens alvor og karakter for øvrig vektlegges.

Oslo Børs mener at overtredelsene i foreliggende sak hver for seg har vært alvorlige, og at særlig oversittelsen av fristen for offentliggjøring av årsregnskapet med fem og en halv måned er et alvorlig brudd. Oslo Børs ønsker å understreke at tilliten til Merkur Market som markeds plass er avhengig av at selskapene som er tatt opp til handel har tilstrekkelig kompetanse og kapasitet til å overholde markeds plassens Løpende forpliktelser. Dette omfatter også tidsriktig regnskapsrapportering. Forpliktelsene gjelder uavhengig av hvilke operasjonelle eller økonomiske forhold som forårsaker forsinkelser, samt at Selskapet må svare for hvilken tjenesteleverandør man eventuelt benytter for å utarbeide regnskapene. Oslo Børs har derfor besluttet å ilegge Selskapet et overtredelsesgebyr for bruddene, jf. den rettslige vurderingen inntatt i punkt 6.2.

Oslo Børs har ikke tidligere ilagt overtredelsesgebyr for brudd plikten til å offentliggjøre regnskapsrapporter på Merkur Market, men det vises til at Finanstilsynet har ilagt en rekke utstedere notert på Oslo Børs og Oslo Axess overtredelsesgebyr for brudd på tilsvarende bestemmelser i verdipapirhandelloven. Videre har børsen strøket enkelte obligasjoner fra registrering på Nordic ABM som følge av manglende regnskapsrapportering de seneste årene.

Selv om oversittelsen av fristen for offentliggjøring av årsrapporten for 2018 anses som det mest alvorlige bruddet, representerer overtredelsen av fristen for offentliggjøring av halvårsrapporten for H1-2019 et gjentagende brudd. Det bemerkes også at Selskapet i juni 2019 ble ilagt et overtredelsesgebyr knyttet til

brudd på informasjonsplikten i slutten av 2018 og begynnelsen av 2019. Dette er skjerpene momenter i nærværende sak.

Ved utmåling av overtredelsesgebyr har Oslo Børs likevel valgt å se hen til den vanskelige situasjonen Selskapet har befunnet seg i. Dette til tross for at bruddene anses som alvorlige. Selskapets markedsverdi, basert på en volumvektet aksjekurs i januar 2020, var kun på ca. MNOK 7,5⁶³. Videre har Selskapet over en lengre periode vært i en meget utfordrende finansiell situasjon. Størrelsen på overtredelsesgebyret bør således speile Selskapets situasjon, og det legges til grunn at selv et gebyr i nedre enden av skalaen vil være en virkningsfull reaksjon i denne konkrete saken. Det legges herunder til grunn, slik Selskapet har anført, at et overtredelsesgebyr av en viss størrelse kan ha betydning for Selskapets evne til videre finansiering.

Etter en helhetsvurdering, og i lys av ovennevnte, er det børsens syn at det vil være tilstrekkelig å ilegge et overtredelsesgebyr på NOK 50.000,-. Det poengteres likevel at overtredelsenes karakter, og det forhold at Selskapet nylig er ilagt overtredelsesgebyr for brudd på plikten til å melde innsideinformasjon til markedet, isolert sett taler for et betydelig høyere overtredelsesgebyr. For ordens skyld påpekes også at det i denne vurderingen ikke er lagt vekt på Selskapets syn om at et overtredelsesgebyr vil ramme alle som deltok i refinansieringen urimelig. En slik tilnærming ville være problematisk i forhold til formålet med en sanksjon og børsens praktisering av regelverket.

Børsen vil også understreke at et lavt overtredelsesgebyr i nærværende sak vil være uten betydning for børsens vurdering av sanksjon knyttet til eventuelle fremtidige brudd på reglene for Merkur Market. Det gjøres i denne forbindelse oppmerksom på at både fremtidige brudd, og andre forhold av betydning for Selskapets egnethet for opptak til handel, vil kunne medføre at Oslo Børs iverksetter en prosess som leder frem til strykning av Selskapet fra Merkur Market.

Oslo Børs har den 6. februar 2020 truffet følgende vedtak:

«For vesentlig brudd på plikten til å offentliggjøre årsrapport og halvårsrapport etter Løpende forpliktelser for selskaper tatt opp til handel på Merkur Market punkt 4.3 og punkt 4.4, ilegges Lavo.tv AS et overtredelsesgebyr på 50.000,- kroner, jf. Løpende forpliktelser punkt 12.3 (2) og (3).»

4 MEDLEMSFORPLIKTELSER – HANDELSREGLER

4.1 Generell veiledning

4.1.1 Melding til medlemmer - Rapportering av handler i lån registrert på Nordic ABM, 06.04.2020

Oslo Børs har mottatt henvendelser angående rapportering av handler i lån registrert på Nordic ABM. Vi minner derfor om at alle handler inngått i lån registrert på Nordic ABM skal offentliggjøres via Oslo Børs, jfr punkt 3010 i Nordic ABM Member and Trade reporting Rules som er tilgjengelig [her](#). Dette gjelder også i de tilfellene handler er inngått på en annen MiFiD II markeds plass eller offentliggjort via en annen APA enn Oslo Børs. Dersom handelen er offentliggjort via Oslo Børs' APA er dette tilstrekkelig til å oppfylle offentliggjøringskravet i MiFiD II. Formålet er å bidra til et effektiv obligasjonsmarked ved at aktørene har innsikt i hvilke handler som inngås. Se også nærmere beskrivelse av regelverket i «Q&A to trade reporting for fixed income instruments» som er tilgjengelig [her](#).

Dersom det er spørsmål til ovennevnte kan enten Markedsovervåking kontaktes på telefon 22 34 19 11, evt e-post: stockwatch@oslobors.no eller Bodil Østby på telefon 22 34 17 09, evt e-post: bodil.ostby@oslobors.no

⁶³ Aksjekursen har vært fallende gjennom januar 2020, og var per utgangen av januar rett under MNOK 6,5

5 OVERTAKELSESTILBUD

5.1 Kontrollerte tilbud 2020

Overtakelsestilbud etter vphl. kap. 6

Selskap	Tilbyder	Pliktig/frivillig tilbud	Dato godkjent
Data Respons ASA	Akka Technologies SE	Frivillig tilbud	10.01.2020
Funcom SE	Tencent Cloud Europe B.V.	Frivillig tilbud	19.02.2020
Data Respons ASA	Akka Technologies SE	Pliktig tilbud	06.03.2020
Entra ASA	Samhallsbyggnadsbolaget i Norden AB	Frivillig tilbud	26.11.2020
Storm Real Estate ASA (renamed KMC Properties ASA)	EBE Eiendom AS og Kverva Industrier AS	Pliktig tilbud	21.12.2020

5.2 Tilbudsplikt

5.2.1 [Børsnotert ASA] – Gjentatt tilbudsplikt og etterfølgende erverv overgangsregel, brev av 10.03.2020

1 Innledning

[Redacted] [Oslo Børs har mottatt] [Redacted] anmodning om tolkningsuttalelse vedrørende gjentatt tilbudsplikt, jf. verdipapirhandelloven («vphl.») § 6-6 (1) og tilbudsplikt ved etterfølgende erverv, jf. vphl. § 6-6 (2), samt unntakene som følger vphl. § 22-2 (2) og forskrift om overgangsregler for børsloven og verdipapirhandelloven av 29. juni 2007 nr. 750 («overgangsforskrift») § 3 (2), for de tre tilfeller som nevnt nedenfor i pkt. 3.

Etter søknad [Redacted] [har] [Selskap A] [fra] [Redacted] Oslo Børs ASA («Oslo Børs»), i egenskap av tilbudsmyndighet, [Redacted] [tidligere fått innvilget] dispensasjonsvedtak fra Tilbudsplikt [Redacted] [etter vphl. 6-2 (3)].

I relasjon til etterfølgende tilbudsplikt [Redacted] [har] børsen [gitt] en tolkningsuttalelse, i tråd med tidligere uttalelser, vedrørende kontinuitet ved overdragelse i medhold av dispensasjon fra tilbudsplikt, i form av at [Redacted] [Selskap A] vil stå i samme stilling som [Redacted] [Selskap B] før overdragelsen.

2 Faktiske forhold

På bakgrunn av det opplyste legger Oslo Børs til grunn følgende:

[Redacted] [Selskap A] [har overtatt] [Redacted] [over 50] [Redacted] % av aksjene i [Børsnotert ASA]. [Redacted] [fra] [Redacted] [Selskap B] [og et øvrig selskap]. [Redacted]

██████████
██████████ Det er ikke særlig stemmerettsregler i ██████████
[Børsnotert ASA]. Overdragelsen ble gjennomført som et ledd i en reorganisering av ██████████ konsern ██████████

Aksjene i ██████████ [Børsnotert ASA] ble tatt opp til notering på Oslo Børs ██████████ [i henhold til verdipapirhandellov av 1997]. På det tidspunkt eide ██████████ [Selskap B] [over 40] % ██████████ av aksjene i ██████████ [Børsnotert ASA]. Etter børsnoteringen har ██████████ [Selskap B] økt sin eierandel ██████████ gjennom flere [transaksjoner] ██████████ [men ikke krysset 50 %-grensen]. Det opplyses til børsen at ingen av disse transaksjonene har utløst tilbudsplikt da ██████████ [Selskap B] uavbrutt hadde eid mer enn 40 % av aksjene i ██████████ [Børsnotert ASA] siden selskapet ble børsnotert, jf. vphl § 22-2 (2), tidligere § 18-2 (2), og forskrift om overgangsregler av 29. juni 2007 nr. 750 § 3 (2).

Basert på ██████████ Oslo Børs' tolkningsuttalelse ██████████ om at ██████████ [Selskap A] vil stå i samme stilling som ██████████ [Selskap B] før overdragelsen, legger ██████████ [Selskap A] til grunn at de kan erverve ytterligere aksjer i ██████████ [Børsnotert ASA] uten at tilbudsplikt utløses.

3 Anmodning

██████████ [Selskap A] ønsker børsens tolkningsuttalelse for følgende tilfeller:

1. Dersom ██████████ [Selskap A] eierposisjon i ██████████ [Børsnotert ASA] skulle falle under 50 %, men ikke under 40 %, og ██████████ [Selskap A] på et senere tidspunkt passerer grensen på 50 % eierandel ██████████ [Børsnotert ASA], utløser det gjentatt tilbudsplikt etter vphl. § 6-6 (1) eller tilbudsplikt ved etterfølgende erverv av aksjer, jf. vphl. § 6-6 (2)?
2. Hvis eierandelen faller under 50 %, men ikke under 40 %, og eierandelen senere økes, men ikke overstiger 50 %, utløser det tilbudsplikt som etterfølgende erverv etter vphl. § 6-6 (2)?
3. Hvis eierandelen faller under 50 %, men ikke under 40 %, og eierandelen senere økes slik at den overstiger 50 % og det ikke utløser tilbudsplikt, jf. spørsmål 1 over, utløser senere erverv av aksjer i ██████████ [Børsnotert ASA] tilbudsplikt for ██████████ [Selskap A] etter vphl. § 6-6 (2)?

██████████ [Selskap A] er innforstått med at dersom eierandelen i ██████████ [Børsnotert ASA] faller under 40 %, og denne grensen senere passerer, vil det utløse tilbudsplikt.

4 Gjentatt tilbudsplikt og etterfølgende erverv

Lovbestemmelser

Vphl. § 22-2 (2) vedrørende gjentatt tilbudsplikt:

"§ 6-6 første ledd gjelder ikke for aksjeeier som ved denne lovs ikrafttredelse falt inn under unntaket i lov 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel § 4-6 annet ledd nr. 2 og som etter børsnotering uavbrutt har eid aksjer som representerer mer enn 40 prosent av stemmene."

Overgangsforskrift § 3 (2) vedrørende etterfølgende erverv:

"Verdipapirhandelloven § 6-6 annet ledd gjelder ikke aksjeeier som nevnt i første ledd og verdipapirhandelloven § 18-2 annet ledd [nå gjeldende § 22-2 annet ledd]."

Overgangsregel i verdipapirhandel/oven § 22-2 (2) og overgangsforskriften § 3 (2)

██████████ [Selskap B] og senere ██████████ [Selskap A] etter intern reorganisering, har siden ██████████ [Børsnotert ASA] ble børsnotert i ██████████ uavbrutt vært eier av mer enn 40 % av aksjene i selskapet.

I henhold til vphl. § 6-6 (1) utløses gjentatt tilbudsplikt dersom aksjeeieren gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer 40 prosent eller mer av stemmene i selskapet og tilsvarende ved 50 %.

Overgangsregelen i vphl. § 22-2 (2) innebærer at «§ 6-6 første ledd gjelder **ikke** for aksjeeier som ved denne lovs ikrafttredelse falt inn under unntaket i lov 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel § 4-6 annet ledd nr. 2 og som etter børsnotering uavbrutt har eid aksjer som representerer mer enn 40 prosent av stemmene».

Overgangsforskriften § 3 (2) innebærer at bestemmelsen i vphl. § 6-6 (2) om etterfølgende erverv heller ikke gjelder for aksjeeiere som faller inn under vphl. § 22-2 (2).

Oslo Børs er av den oppfatning at isolert sett, basert på kontinuitet fra [Selskap B], så vil [Selskap A] falle inn under ordlyden i vphl. § 22-2 (2). Ved gjeldende verdipapirhandellovs ikrafttredelse i 2008 falt [Selskap B] inn under unntaket i verdipapirhandelloven av 1997 § 4-6 (2) nr. 2, ved å eie mer enn 40 % av aksjene i [Børsnotert ASA] ved børsnoteringen i [Selskap B] samt uavbrutt frem til nå å ha eiet aksjer som representerer mer enn 40 % av stemmene.

Det kan imidlertid vurderes om intensjonen med overgangsregelen i vphl. § 22-2 (2) vil være noe mer nyansert for det forhold at aksjeeiere skal få unntak fra gjentatt tilbudsplikt ved erverv av mer enn 50 % siden dette var en ny terskel som ble innført ved vphl. av 2007. I forarbeidene, Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s. 447 uttales følgende om denne terskelen i relasjon til overgangsregelen:

«Etter departementets syn er det imidlertid naturlig å unnta aksjeeiere som falt inn under dette unntaket fra reglene om gjentatt tilbudsplikt (og da i praksis grensen på 50 pst). For slike aksjeeiere vil en ny tilbudsplikt ved erverv av mer enn 50 pst kunne fremstå som urimelig, siden de ikke vil kunne ha forutsett en slik endring i sin rettssituasjon ved børsnotering. I slike situasjoner vil det for øvrig ofte ha vært en dominerende eier hele tiden mens selskapet har vært på børs, og det vil neppe skje et kontrollskifte ved senere økninger av denne eierandelen. De bærende hensyn bak reglene om gjentatt tilbudsplikt slår derfor ikke til i samme grad.»

I foreliggende sak eier [Selskap A] [over 50] % av aksjene i [Børsnotert ASA] per i dag. Passering av terskel for tilbudsplikt til over 50 % forutsetter derfor at [Selskap A] først reduserer sitt eierskap til under 50 %. En slik forutgående reduksjon av eierskapet til under 50 % vil etablere en ny kontrollsituasjon i selskapet og en etterfølgende økning av eierskapet til over 50 % vil utgjøre en ny kontrollbegivenhet. Det kan argumenteres for at reelle hensyn og formålet med overgangsregelen tilsier at aksjeeiere ikke kan gå under, for deretter å krysse 50 %-terskelen uten at det medfører gjentatt tilbudsplikt, slik Oslo Børs tidligere har uttalt.

Etter nærmere vurdering er Oslo Børs imidlertid av den oppfatning om at ordlyden i vphl. § 22-2 er tilstrekkelig klar og ikke bør fravikes, og at heller ikke forarbeidene trekker i tilstrekkelig grad i den retning. Det vektlegges blant annet at det ved en kryssing av 50 % terskelen, i tilfeller der det hele tiden har vært en dominerende eier uten å falle under 40 % grensen, så vil det i liten grad innebære et kontrollskifte, samt behovet for å ha klare og forutsigbare regler om når tilbudsplikt inntreffer.

På bakgrunn av ovennevnte, er Oslo Børs av den oppfatning at [Selskap A] i henhold til overgangsregelen i verdipapirhandelloven § 22-2 (2) og overgangsforskriften § 3 (2) ikke vil være omfattet av reglene om gjentatt tilbudsplikt etter vphl. § 6-6 (1) og reglene om etterfølgende erverv etter vphl. § 6-6 (2), så lenge deres aksjeinnehav i [Børsnotert ASA] ikke faller under grensen på 40 % eierskap. Med andre ord er børsens oppfatning at tilbudsplikt ikke vil utløses for tilfellene 1,2 og 3 nevnt i pkt. 3 over.

Børsens vurdering av forholdet til etterfølgende tilbudsplikt er ikke omfattet av dispensasjonsmyndigheten, men utgjør kun en uttalelse om lovtolkningsspørsmål.

5.2.2 SalMar ASA –Gjentatt tilbudsplikt overgangsregel, brev av 03.04.2020

1 Innledning

Det vises til børsens dispensasjonsvedtak med tolkningsuttalelse 5. juli 2017, møte med børsen 20. november 2018 og Advokatfirmaet Thommæssens brev 28. november 2018, i tilknytning til en intern reorganisering og indirekte erverv av aksjer i SalMar ASA ("SalMar"). Den aktuelle reorganiseringen fant sted i desember 2017, da Kverva Holding AS ("Kverva Holding") ble eier av samtlige aksjer i Kverva AS ("Kverva").

Kverva har tidligere bedt børsen om å revurdere sin uttalelse om hvorvidt overgangsregelen i verdipapirhandelloven («vphl.») § 22-2 (2) (tidligere § 18-2 (2)) kommer til anvendelse for Kverva og Kverva Holding for det tilfellet at deres aksjeinnehav i SalMar skulle falle under 50 %, slik at det ikke inntreer tilbudsplikt dersom man senere skulle igjen øke sitt eierskap til over 50 %.

Det standpunktet Oslo Børs ble bedt om å revurdere er om det er riktig lovforståelse når børsen legger til grunn at Kverva – som selv har eid mer enn 50 % av aksjene i SalMar siden børsnoteringen i mai 2007 – vil utløse tilbudsplikt dersom det skjer en emisjon i SalMar som medfører at Kverva blir vannet ut til under 50 % (men ikke 40 %) og Kverva deretter kjøper seg opp til over 50 %. En slik utvanning vil for eksempel kunne skje i forbindelse med en for SalMar strategisk transaksjon, og bakgrunnen for denne henvendelsen er at slike transaksjoner vurderes.

Kverva mener at tilbudsplikt etter vphl. § 6-6 (1) om gjentatt tilbudsplikt ikke vil bli utløst i et slikt tilfelle, og at det følger direkte av vphl. § 22-2 (2) som lyder:

"§ 6-6 første ledd gjelder ikke for aksjeeiere som ved denne lovs ikrafttredelse falt inn under unntaket i lov 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel § 4-6 annet ledd nr. 2 og som etter børsnotering uavbrutt har eid aksjer som representerer mer enn 40 prosent av stemmene."

2 Uttalelse

Det kan argumenteres for at reelle hensyn og formålet med overgangsregelen tilsier at aksjeeiere ikke kan gå under, for deretter å krysse 50 %-terskelen uten at det medfører gjentatt tilbudsplikt, slik Oslo Børs tidligere har uttalt.

Oslo Børs har imidlertid gjort en fornyet vurdering og justert sitt syn vedrørende dette spørsmål og har i en lignende sak nylig gitt en uttalelse om lovtolkningsspørsmål om nevnte overgangsregel for gjentatt tilbudsplikt samt for etterfølgende erverv. Det vises til vårt brev av 10. mars 2020, som er offentliggjort på Oslo Børs' nettsider og vedlagt her. Fra dette siteres:

«Etter nærmere vurdering er Oslo Børs imidlertid av den oppfatning om at ordlyden i vphl. § 22-2 er tilstrekkelig klar og ikke bør fravikes, og at heller ikke forarbeidene trekker i tilstrekkelig grad i den retning. Det vektlegges blant annet at det ved en kryssing av 50 % terskelen, i tilfeller der det hele tiden har vært en dominerende eier uten å falle under 40 % grensen, så vil det i liten grad innebære et kontrollskifte, samt behovet for å ha klare og forutsigbare regler om når tilbudsplikt inntreer.

På bakgrunn av ovennevnte, er Oslo Børs av den oppfatning at [redacted] [Selskap A] i henhold til overgangsregelen i verdipapirhandelloven § 22-2 (2) og overgangsforskriften § 3 (2) ikke vil være omfattet av reglene om gjentatt tilbudsplikt etter vphl. § 6-6 (1) og reglene om etterfølgende erverv etter vphl. § 6-6 (2), så lenge deres aksjeinnehav i [redacted] [Børsnotert ASA] ikke faller under grensen på 40 % eierskap. []»

Ovennevnte uttalelse om lovtolkning vil også gjelde for Kverva.

Børsens vurdering av forholdet til etterfølgende tilbudsplikt er ikke omfattet av dispensasjonsmyndigheten, men utgjør kun en uttalelse om lovtolkningsspørsmål.

5.2.3 Solstad Offshore ASA: Request for non-consolidation confirmation, brev av 19.06.2020

1. The request

We refer to the letters from Advokatfirmaet Thommessen AS dated 2 June and 11 June 2020 on behalf of certain banks and financial institutions ("Financial Institutions") in connection with the contemplated financial restructuring of Solstad Offshore ASA ("SOFF") and its subsidiaries (together with SOFF the "Group Companies" or the "SOFF Group") described in the stock exchange notice published by SOFF on 8 May 2020 (the "Restructuring"), cf. the stock exchange notice published by SOFF on 30 May 2020.

Oslo Børs has been requested to confirm that the Restructuring of SOFF not will constitute a basis for consolidation of the Financial Institutions pursuant to the section 6-5, cf. section 2-5, no. 5, of the Norwegian Securities Trading Act (the "STA").

The Financial Institutions do not wish or intend to be acting in concert in their capacity as shareholders in SOFF and the provisions of the Restructuring documents of relevance for the relationship between the Financial Institutions post implementation of the Restructuring are, in their view, only customary and reasonable protections of the legitimate interests of the Financial Institutions in their capacity as lenders.

2. Legal basis

STA section 6-5 Consolidation:

(1) Under the mandatory bid rules, shares owned or acquired by a shareholder's related parties as mentioned in section 2-5 are considered equal to the shareholder's own shares. The mandatory bid obligation comes into play independently of whether the acquisition is undertaken by the shareholder himself or by the shareholder's related parties as mentioned in section 2-5. In the assessment of whether repeat application of the mandatory bid obligation is triggered, bids previously made by related parties as mentioned in section 2-5 are considered equal to an acquirer's previous bids.

(2) The takeover supervisory authority shall decide whether consolidation shall be carried out pursuant to subsection (1). The takeover supervisory authority shall communicate its decision to the participants in the group so consolidated.

STA section 2-5 no. 5 Related party:

'Related party' of a person or entity means:

1. - 4. [...]

5. a party with whom the said person or entity must be assumed to be acting in concert in the exercise of rights accruing to the owner of a financial instrument, including in cases where a bid is frustrated or prevented.

3. Actual circumstances

Oslo Børs has based its assessment on the following factual circumstances:

The Restructuring comprises the following key components: (i) equitization of approx. NOK 10.9 billion of secured debt; (ii) refinancing of approx. NOK 18 billion of secured debt; (iii) streamlining of the corporate structure; (iv) sale or scrapping of 37 vessels; and (v) key industrial shareholders providing new equity which will allow them to obtain a total aggregate ownership interest of up to 33.34% of the SOFF shares.

The Financial Institutions are holding a majority of the secured debt that will be equitized. Upon completion of the equitization their respective ownership interest will be in the range from 0.5% to 11% and their total aggregate ownership interest will be in the range from 50.1% to 51% of the shares and votes in SOFF. The assumed ownership may change slightly prior to closing of the Restructuring.

SOFF will also issue a number of warrants (Nw: Frittstående tegningsretter) to the Financial Institutions that have financed the 37 vessels which may be sold or scrapped. The exercise price of the warrants will be equal

to the equitization price and the warrants may be exercised following the sale of scrapping of a vessel as in-kind settlement of the relevant Financial Institution's residual claim.

The Restructuring, including the exercise of the said warrants, will not result in any of the Financial Institutions individually owning more than approx. 12-13% of the shares and votes in SOFF. None of the Financial Institutions will therefore exceed the mandatory offer threshold set out in section 6-1 (1) of the STA as a result of the Restructuring.

The Financial Institutions will participate in the refinancing of the remaining secured debt and enter into a new senior secured facilities agreement with the SOFF Group in this regard. The facilities agreement will include certain customary undertakings and covenants, including that certain matters (e.g. mergers, demergers, share capital increases and certain acquisitions) will require the consent of the lenders. Similar undertakings apply under the existing financing agreements between the Financial Institutions and the SOFF Group. The Restructuring documents will not contain any agreement between the Financial Institutions regarding the exercise of rights attached to their respective SOFF shares, other than an undertaking to vote their shares in SOFF in favor a proposal to rectify a situation where SOFF may not issue shares in accordance with the financing documents upon exercise of warrants.

A summary description of the relevant provisions of the restructuring documents below:

The Financial Institutions and the SOFF Group have reached agreement on a common term sheet for the documents to be entered into in connection with the Restructuring (the "Restructuring Term Sheet"), including the terms of (i) the restructuring implementation agreement entered into on 8 May 2020 (the "Restructuring Implementation Agreement"); (ii) a senior secured facilities agreement to be entered into by the Financial Institutions in their capacity as secured lenders of the SOFF group for the secured debt being refinanced (the "Facilities Agreement"); and (iii) a warrant agreement pursuant to which warrants shall be issued to the secured lenders having financed the 37 vessels contemplated to the sold or scrapped (the "Warrant Agreement").

According to the Restructuring Term Sheet:

The Facilities Agreement will include certain undertakings and covenants which are customary for such financial arrangements and similar to the undertakings that apply under the existing financing agreements between the Financial Institutions and the SOFF Group:

[REDACTED]

No shareholders' agreements or other form of agreements will be entered into by and between the Financial Institutions in their capacity as shareholders in SOFF and it is explicitly stated that each senior finance party may freely and independently exercise their rights as shareholders of the Company in connection with the equity issues.

There is no agreement or understanding between the Financial Institutions with respect to the composition of SOFF's Board of Directors, including with respect to the nomination, election or removal of any member of the Board of Directors.

The sole purpose of securing the in-kind settlement of any residual claim following the sale or scrapping of any of the 37 vessels that may be sold or scrapped in accordance with the terms of the Restructuring Term Sheet, the parties to the Restructuring Term Sheet, including the Financial Institutions, have agreed that if it is impossible to issue warrant shares, SOFF is obliged to summon an extraordinary general meeting and to propose new issue shares, and the parties to the Restructuring Term Sheet are obliged to vote in favor and subscribe for new shares and apply the shortfall in full for settlement as contribution in kind.

The consent, amendment or waiver process under the Facilities Agreement is customary compared to other syndicated facilities agreements in the market.

4. Assessment

Oslo Børs has been requested us to consider this arrangement and to provide our view on whether the Financial Institutions are deemed to be close associates pursuant Norwegian take-over regulations, pursuant to the section 6-5, cf. section 2-5, no. 5 of the STA.

The STA section 2-5 no. 5 states that close associates are parties that are acting in concert in the exercise of shareholder rights, including where a bid for the company is frustrated or prevented. The regulations on mandatory offer obligation are mainly intended a means of protecting the other shareholders of a listed company. If a shareholder or group of shareholder passes the threshold for the obligation to present a mandatory offer the other shareholders will experience reduced influence of the governance of the company and potentially reduced trading activity. Therefore, the other shareholders are provided with measures of protections which are triggered when the control of the company is deemed to pass, by means of being presented with an offer to sell their shares at a fair price.

According to the preparatory works, the provision is primarily targeted towards a more long term cooperation, which implies control over the company. The cooperation should also include a coordinated behaviour with a common goal with the purpose of adequate control of the company. The rule only applies to cooperation by use of shareholder rights, but not all arrangements for the exercise of shareholder rights will result in consolidation. A cooperation aimed at achieving control must somehow include the exercise of voting rights. Each case must be determined individually on basis of the relevant facts to assess whether the arrangement is sufficient for the reasons behind the mandatory offer rules to manifest themselves. The theme of the assessment must be to what extent the cooperation, for the other shareholders, will be experienced as a joint control over the company.

The rules regarding mandatory offers in the STA chapter 6 implement the Takeover bids directive (2004/2005/EF). Forms of cooperation that may not constitute a basis for consolidation are taken into the «White List» by ESMA (ESMA/2013/1642). When shareholders cooperate to engage in any activity included on the White List, insofar as that activity is available to them under national company law, that cooperation, *in and of itself*, will not lead to a conclusion that the shareholders are acting in concert, and thus to a risk of those shareholders having to make a mandatory bid.

For the consolidation assessment in this case, there are two material circumstances that will have to be assessed, to decide whether the Financial Institutions must be assumed to be acting in concert in the exercise of rights accruing to the owner of a financial instrument:

1. Exercise of rights attached to the SOFF shares, hereunder the warrants, and;
2. Consent of the lenders etc. pursuant to the Facilities Agreement

Regarding exercise of rights attached to the SOFF shares, hereunder the warrants:


Based on the assessment criteria stated above, only one part of the Restructuring documents will contain an agreement between the Financial Institutions regarding the exercise of rights attached to their respective SOFF shares, which is the undertaking according to the Warrant Agreement to vote their shares in SOFF in favor a proposal to rectify a situation where SOFF may not issue shares in accordance with the financing documents upon exercise of warrants. This implies that there is agreed upon use of shareholders rights, including use of voting rights. However, this is only a cooperation to solve a specific issue that could occur and related to one general meeting, and thus not a more long term cooperation which implies control over the company. This part does not indicate a coordinated behaviour with a common goal with the purpose of adequate control of the company.

Further, no shareholders' agreements or other form of agreements will be entered into by and between the Financial Institutions in their capacity as shareholders in SOFF, and may freely and independently exercise their rights as shareholders of SOFF in connection with the equity issues. In addition, there is no agreement or understanding between the Financial Institutions with respect to the composition of SOFF's board of directors.

Based on the above, Oslo Børs is of the opinion that these certain agreements and ownership positions in SOFF, as described, will not constitute a basis for consolidation of the Financial Institutions pursuant to the section 6-5, cf. section 2-5, no. 5 of the STA.

Regarding consent of the lenders etc. pursuant to the Facilities Agreement:

The Facilities Agreement include certain customary undertakings and covenants, including that certain matters (e.g. mergers, demergers, share capital increases and certain acquisitions) will require the consent of the lenders. Similar undertakings apply under the existing financing agreements between the Financial Institutions and the SOFF Group.



In this part of the assessment the Financial Institutions will have to be viewed in their capacity as creditors, with the purpose of protecting their legitimate interests. However, these provisions are quite extensive and may be exploited by the Financial Institutions. Therefore, it is important that typically the procedures for obtaining consents are legitimate and that the parties do not collaborate on matters that are outside the scope for the creditors.

Based on the above, Oslo Børs is of the opinion that these certain agreements and positions in SOFF, as described, will not constitute a basis for consolidation of the Financial Institutions pursuant to the section 6-5, cf. section 2-5, no. 5 of the STA.

5. Conclusion

Based on the above, Oslo Børs is of the opinion that the Restructuring of Solstad Offshore ASA will not constitute a basis for consolidation of the Financial Institutions pursuant to the section 6-5, cf. section 2-5, no. 5, of the Norwegian Securities Trading Act.

Oslo Børs emphasises that this assessment is based on the described cooperation, *in and of itself*, which do not exclude that other coordinated behaviour later could lead to a conclusion that the shareholders are acting in concert.

We have not considered any disclosure requirements implications of the arrangement. We do from a corporate governance perspective recommend SOFF to make this arrangement known to its shareholders to that extent this not done as of today.

For the sake of good order Oslo Børs informs that this assessment is made by the administration, and in a specific case such interpretations can be tested in full by the Stock Exchange Appeals Committee.

Oslo Børs may publish this assessment in its Decisions and statements.

5.2.4 Adevinta ASA: Transaction structure and governance model in relation to the mandatory offer rules, Brev av 24.08.2020

1. The request

We refer to the memo from Advokatfirmaet Thommessen AS and Advokatfirmaet Wiersholm AS dated 27 July 2020 on behalf of eBay Inc. ("eBay") and Schibsted ASA ("Schibsted"), respectively, in connection with the transfer of eBay's Classifieds business to Adevinta ASA ("Adevinta") against consideration partly in cash and partly in shares in Adevinta (the "Transaction"), as further described in the stock exchange notices of 21 July 2020. This memo has also been shared and reviewed by Adevinta's Norwegian legal advisor, Advokatfirmaet BÅHR AS.

Oslo Børs has been requested to confirm the legal advisors' opinion that the transaction structure agreed between eBay, Adevinta and Schibsted will not trigger mandatory offer obligations for eBay and that the governance model will not imply that eBay and Schibsted will be deemed acting in concert, pursuant to the Norwegian takeover regulation in sections 6-1 (1) and (6) and 6-5, cf. section 2-5, no. 5 of the Norwegian Securities Trading Act (the "STA").

2. Legal basis

The STA section 6-1 subsection (1) and (6) Mandatory bid obligation:

(1) Any person who through acquisition becomes the owner of shares representing more than 1/3 of the voting rights of a Norwegian company the shares of which are quoted on a Norwegian regulated market is obliged to make a bid for the purchase of the remaining shares in the company. The mandatory bid obligation ceases to apply if sale is undertaken in accordance with section 6-8; see section 6-9.

(2) - (5) [...]

(6) Subsection (1) applies *mutatis mutandis* in the event of acquisition by someone with whom the acquirer is consolidated pursuant to section 6-5 when the acquirer alone or together with one or more of the related parties crosses the mandatory offer threshold as a result of the acquisition.

STA section 6-5 Consolidation:

(1) Under the mandatory bid rules, shares owned or acquired by a shareholder's related parties as mentioned in section 2-5 are considered equal to the shareholder's own shares. The mandatory bid obligation comes into play independently of whether the acquisition is undertaken by the shareholder himself or by the shareholder's related parties as mentioned in section 2-5. In the assessment of whether

repeat application of the mandatory bid obligation is triggered, bids previously made by related parties as mentioned in section 2-5 are considered equal to an acquirer's previous bids. (2) The takeover supervisory authority shall decide whether consolidation shall be carried out pursuant to subsection (1). The takeover supervisory authority shall communicate its decision to the participants in the group so consolidated.

STA section 2-5 no. 5 Related party:

'Related party' of a person or entity means:

1. - 4. [...]

5. a party with whom the said person or entity must be assumed to be acting in concert in the exercise of rights accruing to the owner of a financial instrument, including in cases where a bid is frustrated or prevented.

3. Actual circumstances

Oslo Børs has based its assessment on the following factual circumstances:

Share classes

As partial consideration for the acquisition of eBay's Classifieds business, Adevinta will issue to eBay upon the completion of the Transaction {the "Closing"}:

- a) 342,474,251 ordinary voting shares (the "Voting Shares"), representing one-third of the total number of issued and outstanding Voting Shares and 27.96% of the total number of issued and outstanding Shares immediately following the Closing based on the number of Adevinta's outstanding shares as of the end of the second quarter; and
- b) 197,520,228 non-voting shares (the "Non-voting Shares" and, together with the Voting Shares, the "Shares"), representing 16.12%.

Non-voting Shares will be exchangeable into Voting Shares pursuant to section 4-2 (2) of the Norwegian Public Limited Companies Act (the "PLCA") on a one-for-one basis, as long as eBay (or any other holder of Non-voting Shares) would not hold Voting Shares as a result of such exchange representing in excess of one-third of the total number of issued and outstanding Voting Shares, unless the holder has already intentionally triggered a mandatory offer obligation under the STA and provided that such offer has not already been completed.

Upon a transfer of Non-voting Shares to a transferee who is not an affiliate of eBay, the relevant Non-voting Shares shall be converted into Voting Shares, except for a transfer to a third party buyer in a mandatory tender offer.

Representation at the board and committees

Pursuant to section 6-3(3) of the PLCA, the articles of association of a public limited company may provide that others than the general meeting of the company may appoint members to the board of directors, provided that more than half of the members are appointed by the shareholders in a general meeting.

The parties have agreed that the articles of association of Adevinta (the "Articles") shall be amended upon the Closing to provide that any shareholder (not limited to eBay and Schibsted) holding Voting Shares above the thresholds referred to below will have the right to directly appoint members to the Adevinta board of directors (the "Baard") as follows: two directors for so long as it holds Voting Shares representing, in the aggregate, at least 25% of the total number of Voting Shares of Adevinta, and one director if at least 10%.

At the Closing, the size of the Baard shall be increased to nine shareholder elected members, to allow

eBay and Schibsted to appoint two directors each. Furthermore, the Articles will be amended to set the maximum number of directors at 13 so as to give room for other large shareholders to appoint directors based on the above provisions. In addition, the amended Articles will provide that the total number of directors appointed directly by shareholders pursuant to the above shall not exceed six directors.

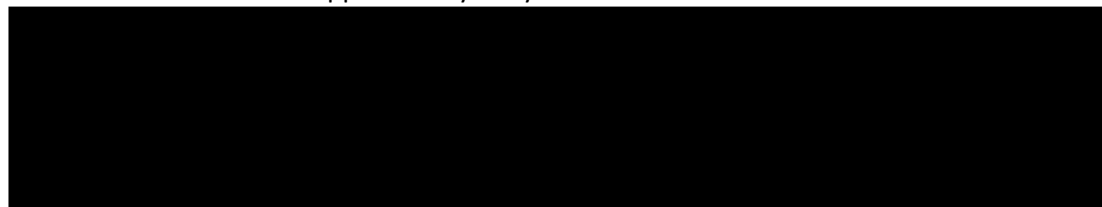
When selecting directors for direct appointment, the shareholder shall consider the corporate governance requirements for companies listed on the Oslo Stock Exchange.

In addition, each shareholder has, for so long as it holds Voting Shares representing at least 25% of the total number of Voting Shares, the right to appoint one representative to Adevinta's nomination committee and each committee of the Baard. The nomination committee shall consist of five members following Closing, i.e. eBay and Schibsted will each have a right to appoint one member to the nomination committee while the majority of the members of the nomination committee will be elected by the general meeting.

The board representation rights will solely be regulated in the Articles and not in any agreement between eBay and Schibsted following Closing. The board representation rights will not be specific to eBay and Schibsted, but will apply equally to any shareholder who holds Shares above the relevant thresholds. There will be no regulation of how the directors appointed by the shareholders shall vote or a common understanding with respect to the exercise of their directorship. When exercising its right to appoint directors, neither eBay, Schibsted nor any other large shareholder will have any obligation to obtain the approval of its designees from any of the other parties or to consult with any of the other parties as to the designation.

Majority requirements at board level

As a general matter, the Baard shall decide on matters by simple majority pursuant to the PLCA. The parties have agreed that certain limited matters to be decided by the Baard requires the support from at least one of the directors appointed by eBay:



- b) For as long as eBay and/or its affiliates hold approximately 30% of the total number of issued and outstanding Shares, any (i) changes in the tax reporting status or tax classification of Adevinta or any of its material subsidiaries, or (ii) the making of any tax election by Adevinta or any of its subsidiaries which adversely affects eBay and its subsidiaries in a material manner, in either case requires the prior approval of a majority of the Baard, including at least one director appointed by eBay.

Sell down coordination

eBay, Adevinta and Schibsted will enter into a liquidity and information rights agreement to facilitate that Shares are sold, transferred or otherwise disposed of in an orderly manner, and to facilitate certain information rights for the two shareholders given their large ownership stakes. The main terms of the sell down coordination is as follows:

- *3-Month Lock-up Period:* eBay and Schibsted shall be restricted from selling Shares for a period of 3 months following the Closing {the "3-Month Lock-up Period"}, provided, that eBay shall be permitted to effect sales of all or part of its Non-voting Shares off-market to private equity funds, sovereign wealth funds, or other financial sponsors or institutional investors, other than to short term institutional investors or, directly or indirectly, to Key Competitors. A general exception applies for sales specifically permitted by the Baard acting by majority and with at least one director designated by Schibsted in the case of a sale by eBay and at least one director designated by eBay in the case of a sale by Schibsted.
- *Sale to competitors of Adevinta:* For a 12-month period following the initial 3-Month Lock-up Period, neither eBay nor Schibsted may sell Shares representing, more than 1% of the total number of issued and outstanding Shares, to any Key Competitor.
- *Right of way period:* Until the earlier of (i) 18 months following the Closing and (ii) such date as eBay has reduced its ownership to one-third of the total number of issued and outstanding Shares (the "Right of Way Period"):

o Schibsted shall provide prior written notice to eBay of its intention to sell any

- o Shares, and eBay shall have the right to delay such sale by Schibsted for up to 90 days if eBay is in good faith considering a sale of any Shares during such period, provided, however, that eBay shall not be permitted to delay any such sales by Schibsted to the extent that such sales are of the first 3% of the total number of issued and outstanding Shares to be sold by Schibsted following the Closing ("Schibsted's Exempted Shares"); and
- o Adevinta shall provide prior written notice to eBay of its intention to make any offering of Shares (by issuance of new shares or sale of existing shares) for capital raising purposes, and eBay shall have the right to delay such offering by Adevinta for up to 90 days if eBay is in good faith considering a sale of any Shares during such period, provided, however, that eBay shall not be permitted to delay such offering to the extent that the offering is being made (i) to finance M&A transactions of Adevinta approved by the Baard or (ii) to meet Adevinta's debt financial covenants, emergency liquidity needs (as determined by the Baard) or long term projections to the market with respect to Adevinta's capital ratios that are approved by the Board.

- Tag along for eBay/Schibsted: For the period starting at the end of the Right of Way Period and ending on the earlier of (i) 18 months following the end of the Right of Way Period and (ii)

[REDACTED]

[REDACTED]

Following the 3-Month Lock-up period, the Right of Way Period and the applicable Tag Along Period described above, neither eBay nor Schibsted will be restricted from transferring its Shares.

If a bona fide third party makes an offer for all Shares subject to a minimum acceptance condition of at least 50% of the outstanding Voting Shares, eBay and Schibsted will be permitted to tender their

Voting Shares and Non-Voting Shares into that offer without any restriction applying.

Adevinta will be subject to reasonable cooperation covenants in connection with the sale by eBay or Schibsted of any Shares, including matters related to due diligence, filings, etc, in each case to the extent permitted under applicable law.

4. Assessment

Oslo Børs has been requested to consider the described arrangement and to provide our view on whether the transaction structure agreed between eBay, Adevinta and Schibsted will trigger mandatory offer obligations for eBay and whether the governance model will imply that eBay and Schibsted will be deemed to be acting in concert, pursuant to the Norwegian take-over regulation sections 6-1 (1) and (6) and 6-5, cf. section 2-5, no. 5 of the STA.

The STA section 6-1 states that any person who through acquisition becomes the owner of shares representing more than 1/3 of the voting rights of a Norwegian company the shares of which are quoted on a Norwegian regulated market is obliged to make a bid for the purchase of the remaining shares in the company.

The STA section 2-5 no. 5 states that those associates are parties that are acting in concert in the exercise of shareholder rights, including where a bid for the company is frustrated or prevented.

The regulations on mandatory offer obligation are mainly intended as means of protecting the other shareholders of a listed company. If a shareholder or group of shareholder passes the threshold for the obligation to present a mandatory offer the other shareholders will experience reduced influence of the governance of the company and potentially reduced trading activity. Therefore, the other shareholders are provided with measures of protection which are triggered when the control of the company is deemed to pass, by means of being presented with an offer to sell their shares at a fair price.

According to the preparatory works, the provision is primarily targeted towards a more long term cooperation, which implies control over the company. The cooperation should also include a coordinated behaviour with a common goal with the purpose of adequate control of the company. The rule only applies to cooperation by use of shareholder rights, but not all arrangements for the exercise of shareholder rights will result in consolidation. A cooperation aimed at achieving control must somehow include the exercise of voting rights. Each case must be determined individually on basis of the relevant facts to assess whether the arrangement is sufficient for the reasons behind the mandatory offer rules to manifest themselves. The theme of the assessment must be to what extent the cooperation, for the other shareholders, will be experienced as a joint control over the company.

The rules regarding mandatory offers in the STA chapter 6 implement the Takeover bids directive (2004/2005/EF). Forms of cooperation that may not constitute a basis for consolidation are taken into the «White List» by ESMA (ESMA/2013/1642). When shareholders cooperate to engage in any activity included on the White List, insofar as that activity is available to them under national company law, that cooperation, in and of itself, will not lead to a conclusion that the shareholders are acting in concert, and thus to a risk of those shareholders having to make a mandatory bid.

For the mandatory bid level assessment in this case, whether eBay's acquisition of the Shares will result in eBay passing the threshold for a mandatory offer obligation, there is one material circumstance that will have to be assessed:

- The share classes of Adevinta, including the Voting Shares and Non-voting Shares

For the consolidation assessment in this case, there are three material circumstances that will have to be assessed, to decide whether eBay and Schibsted must be assumed to be acting in concert in the exercise of rights accruing to the owner of a financial instrument:

- Representation at the board and committees,
- Majority requirements at board level, and;
- Sell down coordination

Regarding the share classes of Adevinta, including the Voting Shares and Non-voting Shares:

Pursuant to section 6-1 of the STA, a mandatory offer obligation is triggered when someone becomes the owner of shares representing more than 1/3 of the voting rights. In connection with the Transaction, eBay will only receive Voting Shares representing one-third of the total number of Voting Shares, while the rest of the consideration shares are Non-voting Shares, which only may be exchanged into Voting Shares by eBay if such exchange does not result in a mandatory offer being triggered. Further, eBay will not by being a holder of Non-voting Shares have the right to acquire shares that will trigger mandatory offer obligations.

On this basis, Oslo Børs is of the opinion that eBay's acquisition of the Voting Shares and Non-voting Shares at Closing, as described, in and of itself, will not result in eBay passing the threshold for a mandatory offer obligation pursuant to the STA section 6-1.

Regarding representation at the board and committees:

The regulation on cooperation about the election of up to four board members will not give the two parties, eBay and Schibsted, joint control over Adevinta, provided that not more than nine board members actually will be elected in the company. The same applies if the Articles will be amended to set the maximum of board members to 13 as long as the majority of its members will be elected by Adevinta's shareholders in a general meeting.

An important point is namely the fact that the board of Adevinta shall consist of up to nine shareholder-elected members, unless amended to a maximum of 13. The core of the consolidation issue regarding acting in concert is whether the parties jointly gain control of the company. This means that the parties together can only elect up to four board members in the event that there are in fact a total of nine elected board members in Adevinta.

In this context, Oslo Børs emphasizes that in the event that eBay and Schibsted jointly achieve 50% or more of the board members in Adevinta through the agreement, the assessment of whether the parties will be consolidated as a result of acting in concert pursuant to Securities Trading Act § 2-5 no. 5 could be different.

The board representation rights will be solely regulated in the Articles and will not only apply to eBay and Schibsted, and there will be no regulation on how the board members appointed shall vote or a common understanding with respect to the exercise of their directorship.

The element that each shareholder has, for so long as it holds Voting Shares representing at least 25% of the total number of Voting Shares, the right to appoint one representative to Adevinta's nomination committee and each committee of the Board, will not imply any exercise of voting rights or give control. Under all circumstances, the board members that are not directly appointed by certain large shareholders, will be elected by the general meeting in Adevinta.

On this basis, Oslo Børs is of the opinion that the board representation rights, as described, in and of itself, will not constitute a basis for consolidation of eBay and Schibsted pursuant to section 6-5, cf. section 2-5 no. 5 of the STA, provided that they do not jointly achieve 50% or more of the board members of Adevinta as a result.

Regarding majority requirements at board level:

As a general matter, the Baard shall decide on matters by simple majority pursuant to the PLCA. The parties have agreed that certain limited matters to be decided by the Baard of Adevinta require the support from at least one of the board members appointed by eBay, in matters such as [REDACTED] tax issues, etc.

These majority requirements are uncommon in Norwegian listed companies. However, the majority requirements are limited in scope and in time. As far as we can see, this kind of coordinated behaviour is not extensive enough to give common control of the company.

On this basis, Oslo Børs is of the opinion that the board majority requirements, as described, in and of itself, will not constitute a basis for consolidation of eBay and Schibsted pursuant to section 6-5, cf. section 2-5 no. 5 of the STA.

Regarding seil down coordination:

eBay, Schibsted and Adevinta will enter into a liquidity and information rights agreement to facilitate that Shares are sold, transferred or otherwise disposed of in an orderly manner, and to facilitate certain information rights for the two large shareholders. The transferring restrictions of Shares in Adevinta by eBay or Schibsted are based on a 3-Month Lock-up Period, a Right of Way Period and a Tag Along Period. Please see section 3 under "seil down coordination" above for further descriptions.

The Tag Along right for eBay and Schibsted, respectively, may result in a party crossing the thresholds for triggering a mandatory offer. In excess of that, the agreed terms themselves, do not provide any bindings on how eBay and Schibsted shall exercise its shareholder rights or use of voting rights.

None of the provisions in the proposed liquidity and information rights agreement shall imply that the parties have agreed to have any common understanding with respect to the exercise of rights attached to the Shares or the prevention or frustration of a bid made or to be made for the Shares pursuant to Chapter 6 of the STA.

On this basis, Oslo Børs is of the opinion that the proposed regulation of the sell down coordination, as described, in and of itself, will not constitute a basis for consolidation of eBay and Schibsted pursuant to section 6-5, cf. section 2-5 no. 5 of the STA.

5. Conclusion

Based on the above, Oslo Børs is of the opinion that the transaction structure agreed between eBay, Adevinta and Schibsted will not trigger mandatory offer obligations for eBay and that the governance model will not imply that eBay and Schibsted will be deemed acting in concert, in and of itself, pursuant to sections 6-1 (1) and (6) and 6-5, cf. section 2-5, no. 5 of the Norwegian Securities Trading Act.

In this assessment and the corresponding conclusion, the material circumstances in the governance model (representation at board, majority requirements, sell down coordination) are assessed both individually and together.

Oslo Børs emphasises that this assessment is based on the described cooperation, in and of itself, which do not exclude that other coordinated behaviour later could lead to a conclusion that the shareholders are acting in concert.

We have not considered any disclosure requirements implications of the arrangement. We do from a corporate governance perspective recommend Adevinta to make this arrangement known to its shareholders to that extent this not is done as of today.

For the sake of good order Oslo Børs informs that this assessment is made by the administration, and in a specific case such interpretations can be tested in full by the Stock Exchange Appeals Committee.

Oslo Børs may publish this assessment in its Decisions and statements.

5.2.5 Storm Real Estate ASA – Forespørsel om vurdering fra Oslo Børs – Tilbudsplikstens omfang, brev av 20.11.2020

1. Innledning

Det vises til tidligere korrespondanse mellom Oslo Børs og EBE Eiendom AS («**EBE**») Kverva Industrier AS («**Kverva**») samt Storm Real Estate ASA («**Storm**» eller «**Selskapet**»). EBE og Kverva har som største aksjonærene i KMC Properties AS («**KMC**») forespurt Oslo Børs, i egenskap av tilbudsmyndighet, sitt syn på rekkevidden av tilbudsplikten i forbindelse med en sammensatt transaksjonsstruktur. Spørsmålet til EBE og Kverva begrenser seg til hvorvidt tilbudsplikten må omfatte aksjer som «plasseres» forut for tilbudsplikstens inntreden, men hvor vedtakelsen av emisjonen vil gjøres basert på styrefullmakt etter at tilbudet er blitt fremmet.

2. Nærmere om transaksjonsstrukturen – Utløsning av tilbudsplikt

Bakgrunnen for henvendelsen er at Storm har inngått en avtale om å kjøpe KMC mot en selgerkreditt som vil omgjøres til vederlagsaksjer til aksjonærene i KMC («**Transaksjonen**») tilsvarende en verdi på MNOK 1.076. I tillegg planlegger Storm å konvertere et lån som overdras fra Selskapets kreditor, Swedbank AB, over til noen av Selskapets aksjonærer, herunder Aconcagua Management Ltd. kontrollert av nestlederen i Selskapets styre, Morten E. Astrup og som vil omgjøres til aksjer i Storm («**Gjeldskonverteringen**»). Ytterligere planlegger Storm å utstede et obligasjonslån over to transjer pålydende MNOK 1.850. Endelig planlegges en rettet emisjon hvor Selskapet vil hente opptil MNOK 300 ved å utstede omkring 42.857.142 nye aksjer («**Emisjonen**»). Samtlige aksjetransaksjoner vil ha en tegningskurs på NOK 7,- per aksje.

Transaksjonen og Gjeldskonverteringen søkes vedtatt på samme ekstraordinære generalforsamling. I tillegg vil generalforsamlingen innvilge en fullmakt til styret for å kunne vedta Emisjonen. Forhøyelsen av Selskapets aksjekapital, både som følge av Transaksjonen og Gjeldskonverteringen, vil registreres i Foretaksregisteret på samme dag. Etter den planlagte Transaksjonen og Gjeldskonverteringen vil EBE og Kverva ha en beholdning i Selskapet tilsvarende 45 % og 40 % av stemmerettene på generalforsamling. Dette medfører at EBE og Kverva hver for seg utløser tilbudsplikt for resterende aksjer i Storm.

EBE og Kverva har tidligere avklart med Oslo Børs at partene, dersom Transaksjonen gjennomføres, i fellesskap vil fremme ett pliktig tilbud mot aksjonærene i Storm. Tilbudsprisen vil settes til NOK 7,- per aksje. Etter at EBE og Kverva har fremmet det pliktige tilbudet, vil så Selskapets styre vedta Emisjonen som deretter vil søkes registrert i Foretaksregisteret. En uttalt forutsetning for EBE og Kvervas gjennomføring av Transaksjonen, og dermed at tilbudsplikten utløses, er at det pliktige tilbudet ikke vil omfatte aksjene som utstedes gjennom Emisjonen. EBE og Kverva har i denne anledning henvendt seg til Oslo Børs for å avklare omfanget av tilbudsplikten hva gjelder Emisjonsaksjene.

3. Tidslinjen for transaksjonsstrukturen

EBE og Kverva har beskrevet den samlede transaksjonsstrukturen gjennom følgende tidslinje:

Signering av transaksjonsavtale og annonsering	17. november 2020
Start markedsføring av obligasjonslån	17. november 2020
Innkalling til generalforsamling	x
Markedsføring og tegningsperiode for Emisjonen	x
Innsendelse tilbudsdocument, kontrollspørsmål	x
Prosessavklaring fortsatt notering Oslo Børs	x
Settlement obligasjonslån	x+22
EGF-vedtak godkjenning av Transaksjon og utstedelse av vederlagsaksjer, godkjenning av Gjeldskonverteringen og innvilgelse av styrefullmakt for vedtakelse av Emisjon	x+22
Registrering av Gjeldskonvertering og utstedelse av vederlagsaksjer i Foretaksregisteret	x+23
Tilbudsplikt utløses	x+23
Start tilbudsperiode pliktig tilbud	x+24
Styrevedtak Emisjon	x+x
Registrering av emisjonsaksjer i Foretaksregisteret	x+x
Utløp tilbudsperiode	x+52
Publisering av prospekt	x+56
Start tegningsperiode reparasjonsemisjon	x+57

4. Nærmere om Emisjonen

Emisjonen er strukturert som en rettet emisjon jf. allmennaksjeloven (asal.) § 10-5. Emisjonen vil garanteres fullt ut av Kverva AS, Bekken Invest AS, Abra Norge AS og Aconcagua Management Ltd, og vil markedsføres mot utvalgte eksisterende aksjonærer, samt nye investorer. Tegningskursen er på forhånd satt til NOK 7,- per aksje. Tegningsperioden for Emisjonen vil være forut for Emisjonens vedtakelse av Selskapets styre og før lanseringen av det pliktige tilbudet. Kverva og EBE har redegjort for at det vil inntas i markedsføringsmaterialet og tegningsmaterialet at tegnerne i Emisjonen ikke skal kunne ta del i det pliktige tilbudet, samt innta i generalforsamlingsvedtaket at styret vil kunne utstede aksjene i Emisjonen med henblikk på at aksjene ikke vil omfattes av det pliktige tilbudet. Videre vil Emisjonen først registreres i Foretaksregisteret etter offentliggjøringen av det pliktige tilbudet og etter at tilbudsperioden er påbegynt.

Selskapet har på sin side bekreftet overfor Oslo Børs at det vil medvirke til at aksjene utstedt som del av Emisjonen vil holdes adskilt fra øvrige aksjer gjennom å plasseres på separat ISIN.

5. Børsens vurdering

Verdipapirhandelovens § 6-1 fastslår vedrørende omfanget av tilbudsplikten, at tilbyder plikter å gi tilbud om kjøp av «*de øvrige aksjene i selskapet*». Videre følger det av § 6-10 annet ledd at «*Tilbudet skal omfatte alle selskapets aksjer*».

Emisjonsaksjene vil, etter tidslinjen som er beskrevet overfor Oslo Børs, bli «plassert» før tilbudsplikten inntreden. Generalforsamlingen vil også gi styrefullmakt til å vedta Emisjonen før inntreden av tilbudsplikten og før det pliktige tilbudet fremmes. Styrets vedtakelse av Emisjonen og registreringen av kapitalforhøyelsen i Foretaksregisteret vil imidlertid finne sted etter at det pliktige tilbudet er fremmet. Spørsmålet børsen skal ta stilling til er hvorvidt aksjene som utstedes gjennom Emisjonen vil måtte omfattes av EBE og Kvervas pliktige tilbud i Storm.

Børsen kan ikke se at lovens ordlyd eller forarbeidene løser denne problemstillingen og heller ikke lovhistorien gir et klart svar. Oslo Børs har imidlertid i tre forutgående saker tatt opp den samme eller tilgrensende problemstillinger, nærere bestemt hvorvidt aksjer utstedt av målselskapet under tilbudsperioden skal omfattes av det pliktige tilbudet.

I DSND-saken inntatt i Oslo Børs Vedtak og Uttalelser («**VoU**») 2002 pkt. 6.2.1 kom børsen til at aksjer som eventuelt ble vedtatt utstedt av styret i DSND Inc under tilbudsperioden ikke ville måtte omfattes av det pliktige tilbudet som ble fremmet av Siem Industries AS. Børsen pekte på at lovens regel om selskapets begrensede handlefrihet under tilbudsperioden (dagens vphl. § 6-17) ikke kom til anvendelse. Videre fremhevet børsen at tilbyders forutberegnelighet måtte inngå som et sentralt hensyn og videre at hensynet til likebehandling av aksjonærene ikke stilte seg like sterkt i tilfellet hvor det tegnes aksjer etter at kontrollskiftet var klart. Børsen trakk til sist frem at selskapet i saken ville medvirke ved at emisjonsaksjene som ble utstedt under tilbudsperioden, ville stilles på separat ISIN.

I StepStone-saken i VoU 2009 pkt. 6.2.6 kom børsen til at det ikke ville være i konflikt med tilbudspliktreglene å innta en begrensning i tilbudsdokumentet som begrenset tilbudets omfang til aksjene som var utstedt på tidspunktet for selskapets vedtakelse av tilbudsdokumentet. Tilbudet ville således ikke omfatte aksjer som ble utstedt *etter* vedtakelsen av tilbudsdokumentet.

De forutgående sakene trekker i retning av at tilbyder ikke skal være forpliktet til å la tilbudsplikten omfatte aksjer som utstedes av målselskapet under tilbudsperioden. Børsens vurderinger er imidlertid av begrenset omfang, hvor det gis uttrykk for at sakene er behandlet konkret og ikke på generelt nivå. Det kan således trekke i retning av at sakene ikke fullt ut egner seg for generalisering.

Først i VOU 2011 pkt. 5.2.8 – Svarbrev til Sevan Marine ASA av 13.11.2011, tok Oslo Børs på mer prinsipielt grunnlag stilling til problemstillingen om aksjeutstedelser under tilbudsperioden.

Spørsmålet i Sevan Marine-saken var hvorvidt aksjer utstedt gjennom et offentlig tilbud og med tegningsperiode som pågikk under tilbudsperioden i Sevan Marine ASA («**Stakeholder-Emisjonen**») skulle omfatte det pliktige tilbudet som ble fremmet av Teekay Corporation.

Børsen innledet sin vurdering gjennom å trekke frem de bærende hensyn ved tilbudspliktreglene:

«Reglene om tilbudsplikt er hovedsakelig ment som et vern av de øvrige aksjonærer i et notert selskap. Etter at en aksjonær har passert terskelen for tilbudsplikt vil de øvrige aksjonærers innflytelse være mer begrenset og likviditeten i aksjen kan bli redusert. De øvrige aksjonærene bør derfor beskyttes når det skjer et kontrollskifte, ved at de gjennom tilbudet som må fremmes gis en mulighet til å selge sine aksjer eller velge å forbli aksjonærer i tillit til den kontrollerende aksjonæren. Kontrollskiftehensynet er sammen med likhetshensynet bærende for utformingen av reglene om

tilbudsplikt. Det er også en målsetning at reglene om overtakelsesbud, herunder pliktige tilbud, ikke unødig motvirker de omstruktureringer i næringslivet som skjer gjennom overtakelser av selskaper og at de generelt bidrar til ordnede markedsforhold. For tilbyder kan tilbudsplikten være en tyngende forpliktelse. Tilbudsplikten bør derfor ikke gå lenger enn det hensynet til minoritetsaksjonærene tilsier.»

Børsen trakk så frem at i tilfelle investorer blir aksjonærer i selskapet – gjennom tegning av aksjer i en emisjon eller ved kjøp i annenhåndsmarkedet, etter at kontrollskiftet og inntreden av tilbudsplikt er et faktum, gjør verken kontrollhensynet eller likhetshensynet seg sterkt gjeldende. Tegnerne vil da gjøre et aktivt valg ved å investere i selskapet tross kontrollen til den dominerende aksjonæren og formodentlig den svekkede likviditeten som kontrollskiftet medfører.

Motstående hensyn er at tilbudsplikt kan være en tyngende forpliktelse overfor tilbyder. Ved pliktige tilbud er det videre sentralt at tilbyder har forutberegnelighet overfor tilbudets omfang. På bakgrunn av overnevnte hensyn fremholdes det at:

«Børsen er derfor av den oppfatning at tilbudsplikten som utgangspunkt omfatter de aksjer som foreligger på tidspunktet for tilbudsplikten inntreden, eventuelt annonseringen. De forskjellige rettslige skritt som foretas i forbindelse med utstedelse av nye aksjer vil typisk kunne strekkes seg over et tidsrom. Disse forholdene vil kunne finne sted dels før og dels tidspunktet for tilbudsplikten inntreden. Videre vil det kunne etableres forskjellige former for rettigheter relatert til tegning av aksjer forutfor selve utstedelsen. I slike tilfeller må den nærmere fastleggelsen av tilbudsplikten omfang gjøres ut fra en konkret vurdering og basert på en avveining av relevante hensyn. Relevante hensyn vil etter børsens oppfatning på den ene siden være hensynet til tilbyder som har behov for forutberegnelighet og på den andre siden om de aktuelle aksjonærene har en berettiget forventning om å kunne selge aksjene som en følge av kontrollskiftet, herunder muligheten til å ta del i eventuell kontrollpremie.»

I Sevan Marine-saken var problemstillingen imidlertid noe annerledes enn den foreliggende saken. Oslo Børs prøvde hvorvidt aksjer som ble vedtatt utstedt forutfor tilbudsperioden, men «plassert» etter tilbudsperioden (gjennom et offentlig tilbud) måtte omfattes av det pliktige tilbudet. I den foreliggende, er spørsmålet på den annen side om aksjer som er plassert forutfor tilbudsplikten inntreden, men vedtatt utstedt etter at tilbudsplikten inntredte og tilbudet ble annonsert, skal måtte omfattes av tilbudet.

Det kan anføres at hensynene overfor investorer som tegner seg i en rettet emisjon, stiller seg sterkere når den faktiske plasseringen av emisjonsaksjene finner sted forut for at kontrollskiftet er klart og tilbudsplikten har inntredt. Aksjonærene vil i et slikt tilfelle ikke nødvendigvis ta i betraktning at et kontrollskifte er nært forestående. Investorene som tegner seg i emisjonen vil også kunne vurdere kontrollskiftet som en eventualitet. Disse investorene kan videre etter omstendighetene ha en berettiget forventning om å få ta del i kontrollpremien i et tilbud som fremmes kort tid etter at de tegnet seg for emisjonsaksjene.

På generelt grunnlag kan det derfor ikke slås fast at aksjer som er plassert forutfor tilbudsplikten inntreden faller utenfor det pliktige tilbudet. Dette til tross for at selve vedtakelsen av kapitalforhøyelsen og registreringen i Foretaksregisteret finner sted etter kontrollskiftet er klart og tilbudsperioden er påbegynt. Følgelig tar ikke børsen endelig standpunkt til denne problemstillingen på generelt grunnlag.

I den foreliggende saken er det imidlertid gode grunner som taler for at aksjene som utstedes i Emisjonen ikke vil måtte omfattes av det pliktige tilbudet som fremmes av EBE og Kverva. Børsen peker for det første på at transaksjonsavtalen som er inngått mellom Selskapet og selgerne i KMC ble offentliggjort av Selskapet i børsmelding av 17. november 2020 kl. 08.31 med overskriften: «Storm Real Estate inngår transformativ avtale om sammenslåing med KMC Properties». Meldingen klargjør at det vil

forekomme et kontrollskifte, forutsatt at transaksjonen vedtas i Selskapets generalforsamling. Det fremkommer også av meldingen at flere av Selskapets aksjonærer har forpliktet seg til å stemme i favør av Transaksjonen. Videre følger det av meldingen at:

«De nye aksjene som utstedes forventes å ikke være omfattet av det pliktige tilbudet. Investorer som tildeles aksjer i den rettede emisjonen forventes følgelig ikke å kunne tilby sine aksjer, eller på annen måte tillate at slike aksjer blir solgt, i det pliktige tilbudet.»

Selskapet har også opplyst for Oslo Børs at det klart vil fremgå av Selskapets generalforsamlingsvedtak, tegningsmaterialet samt markedsføringsmaterialet, at aksjene som utstedes i Emisjonen ikke skal omfattes av det forestående pliktige tilbudet. Tegnerne vil følgelig ikke ha en berettiget forventning om å kunne selge aksjene i det pliktige tilbudet. Likhets hensynet og kontrollskifte hensynet gjør seg således ikke sterkt gjeldende overfor investorene som, med kunnskap om kontrollskiftet, likevel tegner seg i Emisjonen.

Børsen påpeker også det ikke vil være noen kontrollpremie for tegnerne i Emisjonen, som følge av at tegningskursen og tilbudsprisen begge er satt til NOK 7,- per aksje. For tegnerne i Emisjonen vil det følgelig ikke være behov for å utnytte det pliktige tilbudet som en exit-mulighet.

Samtidig, slik det fremheves i Sevan Marine-saken over, er det et sentralt hensyn bak reglene om tilbudsplikt at disse ikke skal tolkes utover hensynet til aksjonærene og til hinder for næringslivets legitime interesser.

Børsen trekker frem at innhenting av kapital gjennom Emisjonen er et nødvendig steg i en strukturert transaksjonsprosess som medfører en omfattende restrukturering av Selskapet. Selskapet vil gjennom Transaksjonen utvide sin virksomhet betraktelig, samtidig som at eksisterende gjeld konverteres til egenkapital, med de kostnadsfordeler dette medfører for Selskapet og dets aksjonærer, samt at det vil utstedes et nytt obligasjonslån. Emisjonen er et sentralt element i transaksjonsstrukturen, ved å bidra til tilførsel av ny kapital til Selskapet.

Hensynet til overtakende part og til Selskapets aksjonærer som sådan synes således i det foreliggende tilfelle å veie langt tyngre enn de hensyn som taler for at investorene som tegner nye aksjer i Emisjonen skal kunne ta del i tilbudet.

Til sist vil det etter ISIN-regelverket påkrevs at aksjer som ikke bærer samme rettigheter som de øvrige, ikke kan stå under samme ISIN-nummer. Selskapet har imidlertid opplyst overfor Oslo Børs at aksjene utstedt i Emisjonen vil holdes på separat ISIN frem til publiseringen av opptaksprospektet.

I det foreliggende tilfelle vil heller ikke begrensningen i selskapets handlefrihet under tilbudsperioden gjøre seg gjeldende overfor styrets Emisjonsvedtak. Dette som følge av at generalforsamlingens fullmakt til styret, i henholdt til Selskapets redegjørelse, vil spesifisere at fullmakten skal kunne benyttes i henviste oppkjøpssituasjon, jf. vphl. § 6-17 annet ledd.

Oslo Børs kan ikke se at det er betenkelig med hensyn med prinsippet om likebehandling av aksjonærene, at tegnerne i Emisjonen ikke får ta del i det pliktige tilbudet som fremmes av EBE og Kverva.

På bakgrunn av ovennevnte forhold har Oslo Børs kommet til at aksjene som utstedes gjennom Emisjonen ikke vil måtte omfattes av EBE Eiendom AS og Kverva Industrier AS' pliktige tilbud i Storm Real Estate ASA.

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. Administrasjonens vurdering er basert på den informasjon Oslo Børs har på tidspunktet for uttalelsen.

Det gjøres oppmerksom på at børsen kan innta denne vurderingen i børsens publikasjon «Vedtak og uttalelser».

5.2.6 [Børsnotert ASA] – Request for guidance, brev av 24.11.2020

1. The request

We refer to the letter from Advokatfirmaet Thommessen AS dated 30 October and e-mail of 2 November 2020, on behalf of [REDACTED], with the request to obtain guidance of a matter relating to the mandatory takeover rules pursuant to Chapter 6 of the Norwegian Securities Trading Act (the "STA"), and more specifically the concept of "acting in concert" in the context of entering into a "Total Return Swap" agreement ("TRS").

The legal advisors' opinion is that [REDACTED] may enter into the TRS without being deemed to act in concert with its TRS counterparty, and that the acquisition of the hedging shares will not trigger a mandatory offer pursuant to Chapter 6 of the NSTA, cf. section 2-5 no 5.

In addition, the [REDACTED] advisors have further asked for the views of Oslo Børs on certain additional questions, should the parties be found to be acting in concert and a mandatory offer is triggered.

2. Legal basis

STA section 6-1 subsection (1) and (6) Mandatory bid obligation:

(1) Any person who through acquisition becomes the owner of shares representing more than 1/3 of the voting rights of a Norwegian company the shares of which are quoted on a Norwegian regulated market is obliged to make a bid for the purchase of the remaining shares in the company. The mandatory bid obligation ceases to apply if sale is undertaken in accordance with section 6-8; see section 6-9.

(6) Subsection (1) applies mutatis mutandis in the event of acquisition by someone with whom the acquirer is consolidated pursuant to section 6-5 when the acquirer alone or together with one or more of the related parties crosses the mandatory offer threshold as a result of the acquisition.

STA section 6-5 Consolidation:

(1) Under the mandatory bid rules, shares owned or acquired by a shareholder's related parties as mentioned in section 2-5 are considered equal to the shareholder's own shares. The mandatory bid obligation comes into play independently of whether the acquisition is undertaken by the shareholder himself or by the shareholder's related parties as mentioned in section 2-5. In the assessment of whether repeat application of the mandatory bid obligation is triggered, bids previously made by related parties as mentioned in section 2-5 are considered equal to an acquirer's previous bids.

(2) The takeover supervisory authority shall decide whether consolidation shall be carried out pursuant to subsection (1). The takeover supervisory authority shall communicate its decision to the participants in the group so consolidated.

STA section 2-5 no. 5 Related party:

'Related party' of a person or entity means:

5. a party with whom the said person or entity must be assumed to be acting in concert in the exercise of rights accruing to the owner of a financial instrument, including in cases where a bid is frustrated or prevented.

STA section 6-6 (2) Subsequent acquisitions:

(2) A shareholder who has crossed a mandatory bid threshold as mentioned in section 6-1 or section 6-6 subsection (1) in such a way as not to trigger the mandatory bid obligation, and has therefore not made a mandatory bid, is obliged in the case of each subsequent acquisition that increases his proportion of the voting rights to make an offer to buy the remaining shares of the company.

STA section 6-8 (1) and (3) Notification to the takeover supervisory authority:

(1) Where an agreement on acquisition triggering a mandatory bid obligation under sections 6-1 to 6-6 is entered into, the person who is or will be subject to such obligation shall without delay notify the takeover supervisory authority and the offeree company accordingly. The notification shall state whether a bid will be made to buy the remaining shares in the offeree company or whether sale will take place in accordance with section 6-9. The takeover supervisory authority shall make the notification available to the public.

(3) If notification is not given in accordance with subsection (1), or the mandatory bid obligation is otherwise contested, the takeover supervisory authority shall make a decision on the issues thereby raised.

STA section 6-9 Sale of shares:

(1) Sale of shares in accordance with notification or decision as mentioned in section 6-8 shall take place within four weeks of the date on which the mandatory bid obligation was triggered.

(2) Such sale shall encompass that portion of the shares which exceeds the threshold mentioned in section 6-1. In the event of a mandatory bid under section 6-6, the sale may be restricted to the shares acquired through the subsequent acquisition.

STA section 6-10 (4) first sentence, Bid price:

(4) The bid price 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 obligation was triggered.

The Securities Trading Act Regulations, section 6-11. Mandatory bid obligation upon actual acquisition:

(1) Where the acquisition of the right to become the owner of shares must be considered to be actual acquisition of the shares, the stock exchange may impose a mandatory bid obligation on the party who through such acquisition receives the right to become the owner of shares that together with the other shares of the party concerned represent more than 1/3 of the votes of a stock exchange listed company.

3. Factual circumstances

Oslo Børs has based its assessment on the following factual circumstances:

Funds managed by [REDACTED] currently own, in aggregate, [REDACTED] % of the ordinary share capital (the "Shares") of [REDACTED] (" [REDACTED] " or the "Company"), an [REDACTED] company listed on the Oslo Stock Exchange. [REDACTED]

[REDACTED] has been looking to increase their economic exposure to [REDACTED] as they believe that the Company is significantly undervalued. [REDACTED]

[REDACTED] Funds managed by [REDACTED] cannot acquire the Shares without triggering a mandatory offer obligation at 1/3 of the Shares. Accordingly, they are exploring the possibility of entering into a TRS, whereby they would assume the economic exposure of the stake of approximately [REDACTED]%, but they would not have any legal ownership, voting rights, acquisition rights or other right with regard to the hedging shares that the TRS counter-party may be expected to acquire.

The motive of the transaction is financial. [REDACTED]

[REDACTED]




4. Assessment

Oslo Børs has been requested to consider this arrangement and provide our guidance of the matter relating to the mandatory takeover rules pursuant to Chapter 6 of the STA and more specifically the concept of "acting in concert" in the context of entering into a TRS.

The STA section 6-1 states that any person who through acquisition becomes the owner of shares representing more than 1/3 of the voting rights of a Norwegian company the shares of which are quoted on a Norwegian regulated market is obliged to make a bid for the purchase of the remaining shares in the company.

The STA section 2-5 no. 5 states that close associates are parties that are acting in concert in the exercise of shareholder rights, including where a bid for the company is frustrated or prevented.

The regulations on mandatory offer obligation are mainly intended as means of protecting the other shareholders of a listed company. If a shareholder or group of shareholder passes the threshold for the obligation to present a mandatory offer the other shareholders will experience reduced influence of the governance of the company and potentially reduced trading activity. Therefore, the other shareholders are provided with measures of protections which are triggered when the control of the company is deemed to pass, by means of being presented with an offer to sell their shares at a fair price.

According to the preparatory works, the provision is primarily targeted towards a more long term cooperation, which implies control over the company. The cooperation should also include a coordinated behaviour with a common goal with the purpose of adequate control of the company. The rule only applies to cooperation by use of shareholder rights, but not all arrangements for the exercise of shareholder rights will result in consolidation. A cooperation aimed at achieving control must somehow include the exercise of voting rights. Each case must be determined individually on basis of the relevant facts to assess whether the arrangement is sufficient for the reasons behind the mandatory offer rules to manifest themselves. The theme of the assessment must be to what extent the cooperation, for the other shareholders, will be experienced as a joint control over the company.

The rules regarding mandatory offers in the STA chapter 6 implement the Takeover bids directive (2004/2005/EF) (the "Takeover directive"). Forms of cooperation that may not constitute a basis for consolidation are taken into the «White List» by ESMA (ESMA/2013/1642). When shareholders cooperate to engage in any activity included on the White List, insofar as that activity is available to them under national company law, that cooperation, in and of itself, will not lead to a conclusion that the shareholders are acting in concert, and thus to a risk of those shareholders having to make a mandatory bid.

However, in addition, as expressed by Oslo Børs in the Decisions & statements 2013 5.3.4 (Copeinca ASA/Cermaq ASA), it follows from the Takeover directive that acting in concert to gain control and to prevent an offer are alternative bases for consolidation (either at acquiring control...or at frustrating

...a bid). The wording of the provision using "including" can therefore not be understood explicitly.

Further, the above statement clarifies that what is to be assessed is whether there is cooperation with a view to strengthen or achieving the group's own control in the target company, or cooperation that frustrates or prevents others' attempts to acquire control. In practice, it has been established that there can be a basis for consolidation, whether the cooperation in question concerns the exercise of organisational or economical rights related to share ownership. Consequently, there is a basis for consolidating shareholders who cooperate to frustrate or prevent an offer, without the use of voting rights or having the goal to achieve joint control for the group.

A consolidation between several shareholders does not in itself entail an event that triggers an offer obligation, cf. the STA section 6-1, even though the consolidation means that the parties on a consolidated basis own shares above the offer obligation threshold. The offer obligation is triggered only upon acquisition of shares. Any subsequent acquisition of shares made by one or more members of the consolidated group may, however, trigger an offer obligation in accordance with the provision of subsequent offer obligation, cf. the STA section 6-6 (2).

Below, we have assessed the current case based on seven specific questions from the [REDACTED] advisors:

Q1: On basis of the above facts, we would welcome the views of the Oslo Stock Exchange as to whether the TRS would lead to [REDACTED] and the TRS counter-party being considered to act in concert.

As a short description, a TRS agreement is a financial derivative contract, which implies that a party (buyer of the risk) acquires the financial exposure (positive or negative price development and possible dividend) in a underlying share from the other party (seller of risk) against an interest payment. The contract is for a specified period of time and a certain number of shares, with a contracting price and strike price. The buyer of risk gets the same financial exposure as if the shares were acquired. Both parties will normally, voluntarily, hedge their positions. The seller of risk will normally do this by buying a corresponding number of underlying shares, or alternatively enter into a TRS agreement with a third party.

In general, a TRS agreement will not be considered as an acquisition of shares in regard to the STA section 6-1 (1) as long as only a financial settlement will take place. Based on the facts in the current case, there is nothing that seems to deviate from this general principle.

In addition, a TRS agreement is normally assumed not to be considered as an acquisition of the right to become the owner of shares pursuant to the Securities Trading Act Regulations section 6-11. Based on the facts in the current case, there is nothing that seems to deviate from this.

Further, pursuant to the STA section 6-5 (1) "shares owned or acquired by a shareholder's related parties as mentioned in section 2-5 are considered equal to the shareholder's own shares". A shareholder's related party will inter alia pursuant to the STA section 2-5 no. 5 also be a «party with whom the said person or entity must be assumed to be acting in concert in the exercise of rights accruing to the owner of a financial instrument, including in cases where a bid is frustrated or prevented". The deciding element is if the parties must be assumed acting in concert.

This consolidation assessment will have to be done specifically based on the certain factual circumstances in the current case.

Relevant for the assessment are primarily the following two cases:

- Seadrill Limited/Eastern Drilling ASA, Decisions & statements 2006 6.1.3, The Stock Exchange Appeals Committee (Nw: Børsklagenemnden) 6/2006 and Court of Appeal (Nw: lagmannsretten) 2008-27119, and
- Sinvest ASA/Aban Singapore Pte Ltd, Decisions & statements 2006 6.1.5, The Stock Exchange Appeals Committee 7/2006

In both cases above, the parties were considered acting in concert based on the specific assessment made by the committee/court.

However, the understanding of the [REDACTED] advisors of the said cases, which is not different than by Oslo Børs, is that TRS agreements do not in themselves lead to parties being deemed to act in concert, but this is different if (i) there is a battle for control of the relevant company and (ii) the intention of the TRS agreement is to influence such battle by positioning the party entering into the TRS to gain control with a larger stake than its direct ownership.

As also in the cases mentioned above, Oslo Børs has been informed that, [REDACTED] will under the TRS agreement not have any rights, and there will be no mutual understanding, regarding the exercise of the rights relating to the hedging shares, which points in the direction of non-consolidation of the parties.

As far as Oslo Børs is aware, there is no contractual understanding that, the TRS counterparty shall buy hedging shares in [REDACTED], or, if bought, that the TRS counterparty shall own the shares under the corresponding period that the TRS agreements are effective.

However, in contrast to the said cases, Oslo Børs has been informed that, [REDACTED] is not aware of, or expect, any forthcoming takeover bids in the near term for the shares of [REDACTED]. Accordingly, there is not a situation where there is a battle for control in the Company, or any attempt to take over control of the Company. The motive of the TRS agreement is purely financial and not to obtain control with the hedging shares or to prevent an offer to be made for the Company.

On this basis, Oslo Børs is of the opinion that the TRS agreements, as described, in and of itself, will not constitute a basis for consolidation of [REDACTED] and its TRS counterparty pursuant to section 6-5, cf. section 2-5 no. 5 of the STA. However, we emphasise that other coordinated behaviour later, together with the TRS agreements, could lead to a conclusion that the shareholders are acting in concert, which not is part of our assessment.

Q2: Assuming the motive of [REDACTED] would be as described [in the paragraph below], we would welcome the views of the Oslo Stock Exchange as to whether the TRS would then lead to [REDACTED] and the TRS counter-party being considered to act in concert.

According to the [REDACTED] advisors, although, the facts above are accurate and correct from [REDACTED]'s point of view, it cannot be ruled out that it will be alleged that [REDACTED] has certain ulterior motives that deviate from the above. In particular, it may be alleged that the motive is to be able to facilitate a future sale of the company to a third party (i.e. not [REDACTED]) by ensuring that the stake of approximately [REDACTED] % does not fall into the hands of a party that may frustrate such a takeover.

The consolidation alternative in the STA states that an "offer" has to be frustrated or prevented. The wording points in the direction that cooperation which only is to purchase shares in the market, should not be included. The Takeover directive supports this interpretation. Therefore, in line with the Copeinca/Cermaq statement, the cooperation seems to have to be aimed at preventing a takeover under the STA. Still, this is not the situation in the current [REDACTED] case, where the motive is to be able to facilitate a future sale of the company to a third party (i.e. not [REDACTED]) by ensuring that the stake of approximately [REDACTED]

% does not fall into the hands of a party that may frustrate such a takeover. According to [REDACTED], they are not aware of, or expect, any forthcoming takeover bids in the near term for the shares of [REDACTED].

Based on information Oslo Børs has been received, [REDACTED] would, in this situation, still not have any rights or influence of the hedging shares, there would not be a battle for control in the company, and the motive would not be to prevent or frustrate a takeover bid.

On this basis, even though the expressed motive is taken into account, Oslo Børs is of the opinion that the conclusion will not deviate from in Q1 above. However, we emphasise that other coordinated behaviour later, together with the TRS agreements, could lead to a conclusion that the shareholders are acting in concert, which not is part of our assessment.

Below, the [REDACTED] advisors would further welcome the views of the Oslo Stock Exchange on certain additional questions, should the parties be found to be acting in concert and a mandatory offer is triggered.

Q3: Would it make a difference to the assessment of the Oslo Stock Exchange whether the TRS agreement expressly imposed an obligation on the TRS counter-party to vote for the hedging Shares in accordance with the proxy voting policy of the TRS counterparty?

As long as the TRS counterparty's proxy voting policy is based on ordinary market practise, and unless the specific TRS counterparty not is picked by [REDACTED] because of certain policies that impact the certain elements in the consolidation assessment in a favourable manner for [REDACTED] that could alter the consolidation conclusion, the assessment will not be different. However, in a concrete situation, this may be considered differently based on actual circumstances.

Q4: Would the mandatory offer obligation be placed on [REDACTED] or the TRS counterparty?

Pursuant to the STA section 6-5 (1), shares owned or acquired by a shareholder's related parties as mentioned in section 2-5 are considered equal to the shareholder's own shares. The mandatory bid obligation comes into play independently of whether the acquisition is undertaken by the shareholder himself or by the shareholder's related parties as mentioned in section 2-5.

According to the preparatory works, under normal circumstances, the mandatory offer obligation will be on the party that acquires the last shares which result in the mandatory offer obligation threshold being crossed on consolidated basis, cf. NOU 1996:2 item 9.3.8.5., which is reasoned on predictability.

However, in a situation described in the current case, [REDACTED] may be seen as the key party in the consolidated group and the TRS counterparty as a sort of helper. In the Seadrill/Eastern Drilling court case, the court placed emphasis on this as one of its elements, to put the mandatory bid obligation on Seadrill and not Carnegie (TRS counterparty). In a concrete case, the role of the counterparty will have to be assessed further, to make a firm conclusion here.

Pursuant to the STA section 6-5 (2) Oslo Børs, as the takeover supervisory authority, shall decide whether consolidation shall be carried out.

It has to be added that in such cases, it is assumed that the offer can be put forward by another party within the consolidated group than formally has the obligation, or by the consolidated group as a whole.

Q5: Would the mandatory offer price be the price paid for the hedging Shares?

Pursuant to the STA section 6-10 (4), the bid price 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 obligation was triggered.

A TRS agreement will contain a future exposure that the TRS gives, which will be based on the agreed share price. However, as long as no share acquisition is made, the agreed share price will not be considered as a payment in relation to this provision.

Even though the consolidated party is not mentioned in the provision, the price paid by the consolidated party, the TRS counterparty, will also have to be taken into consideration. This can be deduced from the fact that shares owned or acquired by a shareholder's related parties as mentioned in section 2-5 are considered equal to the shareholder's own shares pursuant to the STA section 6-5 (1). This principle also follows from the Takeover Directive article 5 (4) first paragraph, and is also laid down in the in the Seadrill/Eastern Drilling and Sinvest/Aban cases.

Consequently, the mandatory offer price shall be at least the highest price that [REDACTED] or the TRS counterparty has paid or agreed for the shares in the period six months prior to the point at which the mandatory bid obligation was triggered.

Q6: Would [REDACTED] / the TRS counterparty have a right to sell down within four weeks of the decision of the Oslo Stock Exchange as to impose a mandatory offer obligation, even if more than four weeks have passed since the acquisition of the hedging shares?

The STA seems to assume that the mandatory offer obligation is triggered even though a notification pursuant to the STA section 6-8 (1) is not provided, and even though Oslo Børs has not made a decision about the mandatory offer obligation. Where the sale of shares is not made within the four week deadline, a mandatory offer shall be made independent of a notification is provided or not, independent of the offeror's «knowledge and willingness», cf. Statements and decisions 2008, 6.3.6.

Further to the above, however, if the power of decision by Oslo Børs pursuant to the STA 6-8 (3) will be applied, Oslo Børs can still make an exemption from the above. Oslo Børs shall make a decision on the issues thereby raised if notification is not given in accordance with subsection (1). The provision therefore gives the right to deviate the above principle after a specific assessment.

Consequently, if the power of decision by Oslo Børs will be applied in the current case, Oslo Børs can, after a specific assessment, decide that the right to sell shares, even if more than four weeks have passed since the acquisition of the hedging shares, still will be available.

Q7: Would the Oslo Stock Exchange also look at ordinary course trading that the TRS counterparty may have conducted (for its own account or for accounts other than [REDACTED]) in the 6 months leading up to the acquisition of the hedging shares or thereafter?

Based on the Takeover directive and preparatory works to the STA, also payments made by related parties shall be interpreted into the STA section 6-10 (4). The question further is if only acquisitions made while the parties are considered to be consolidated, shall be taken into account.

The system of the act and policy considerations call for an interpretation of the act in the way that all payments that the consolidated parties have made or agreed in the period six months prior to the point at which the mandatory bid obligation was triggered, shall be included. Consolidation in itself does not trigger an offer obligation, but a subsequent acquisition is required. If the other way around, the parties in a group could position themselves in regard to the mandatory offer rules. As a consequence, acquisitions made both before and after the period that the parties are considered to be consolidated shall be included. Neither the act, preparatory works nor the Takeover Directive give

any direct support for the opposite conclusion.

5. Conclusion

Based on the above, Oslo Børs is of the opinion that the TRS agreements will not imply that [REDACTED] and its TRS counterparty will be deemed acting in concert, in and of itself, pursuant to section 6-5, cf. section 2-5, no. 5 of the Norwegian Securities Trading Act.

Oslo Børs emphasises that this assessment is based on the described circumstances, in and of itself, which do not exclude that other coordinated behaviour later, together with the TRS agreements, could lead to a conclusion that the shareholders are acting in concert, which is not part of our assessment.

For the sake of good order, Oslo Børs informs that this assessment is made by the administration, and in a specific case such interpretations can be tested in full by the Stock Exchange Appeals Committee.

Oslo Børs may publish this assessment in its Decisions and statements.

5.2.7 Q-Free - Betydningen av handel i konvertible obligasjoner, e-post av 22.12.2020

Det vises til din forespørsel om vurdering av hvorvidt det vil være relevant å ta i betraktning vederlaget Rieber & Søn betaler eller avtaler for kjøp av konvertible obligasjoner ved fastsettelse av miste tilbudspris for det pliktige tilbud på aksjene i Q-Free.

Det følger av vphl. § 6-10 (4), jf. (5) at tilbudsprisen skal være mist like høy som det høyeste verdslag tilbyderen har betalt eller avtalt i perioden 6 måneder før tilbudsplikten inntrådte og frem til tilbudsperiodens utløp.

Dersom det foretas kjøp av andre eiendeler enn aksjene som er omfattet av tilbudsplikten, herunder rettigheter til aksjer, må det gjøres en konkret vurdering av om det enkelte kjøpet, i forhold til regelen om minste pris, må likestilles med kjøp av aksjer direkte. Denne vurderingen må gjøres på tidspunktet det aktuelle kjøpet foretas. Formålet med regelen om minste pris er at alle aksjonærer skal tilbys å ta del i den oppkjøpspremien som tilbyder betaler for å oppnå kontroll over målselskapet.

I den nåværende situasjonen, slik den er beskrevet overfor børsen, vil børsen likestille tilbyders kjøp av konvertible obligasjoner med kjøp av aksjer. Det vises til at de ekstraordinære vilkårene for konvertering allerede foreligger og at påkrav om konvertering derfor kan fremsettes straks obligasjonene er blitt ervervet. Tilbyder vil kunne styrke sin kontroll over målselskapet gjennom kjøp av konvertible obligasjoner. Det er rimelig å anta at prisen på de konvertible obligasjonene gjøres med henvisning til den foreliggende konverteringsretten. Dersom tilbyders kjøp av de konvertible obligasjonene under de nåværende omstendighetene ikke skulle kunne tillegges betydning for tilbudsprisen, vil dette etter børsens syn slå tilfeldig ut overfor aksjonærene i Q-Free, som da ikke får ta del i den oppkjøpspremien som Rieber & Søn i realiteten er villig til å betale for å erverve aksjer. Dette til tross for at ervervet av aksjene finner sted indirekte, gjennom kjøp av obligasjoner med rett til etterfølgende konvertering.

Børsen er derfor av den oppfatning at det vil være relevant å ta i betraktning vederlaget Rieber & Søn betaler eller avtaler for kjøp av konvertible obligasjoner ved fastsettelse av miste tilbudspris for det pliktige tilbud på aksjene i Q-Free.

5.3 Dispensasjon fra tilbudsplikt

5.3.1 Eidesvik Offshore ASA - Dispensasjon fra tilbudsplikt ved konsernintern overdragelse, brev av 08.07.2020

1. Søknaden

Det vises til deres brev datert 11.06.2020 og 29.06.2020, samt medfølgende korrespondanse.

Klubben Vekst Temp AS («**Klubben Vekst Temp**») søker om dispensasjon fra tilbudsplikt i Eidesvik Offshore ASA («**Eidesvik Offshore**») i forbindelse med konsernintern overdragelse av aksjepost på 59.86 % fra Eidesvik Invest AS («**Eidesvik Invest**»), jf. verdipapirhandelloven («**vphl.**») § 6-2 (3). Eidesvik Invest er søsterselskapet til Klubben Vekst Temp og søknaden er begrunnet med at overdragelsen av aksjepost i Eidesvik Offshore ikke innebærer et kontrollskifte.

Det er opplyst at bakgrunnen for overdragelsen er et ønske om å reorganisere virksomheten i Eidesvik Invest.

2. Rettslig grunnlag

Vphl. § 6-1 (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 deøvrigte aksjene i selskapet.»

Etter vphl. § 6-1 (6) utløses tilbudsplikt ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med:
«Første ledd gjelder ti/svarende 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.»

Hjemmelen for vedtak om dispensasjon fremgår av vphl. § 6-2 (3):

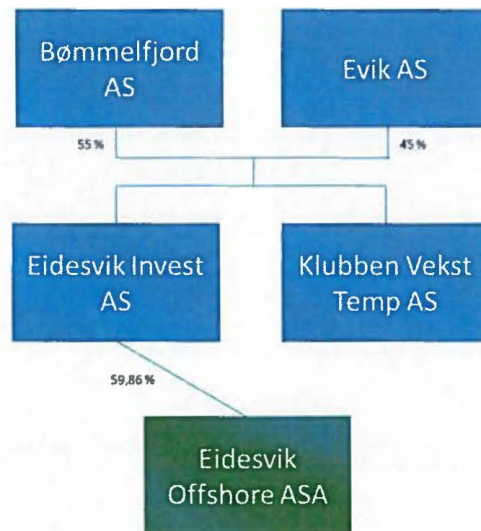
«Tilbudsmyndigheten kan i særlige tilfeller gjøre unntak fra tilbudsplikten ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med etter§ 6-5, jf § 6-1 sjetten ledd.»

3. Faktiske forhold

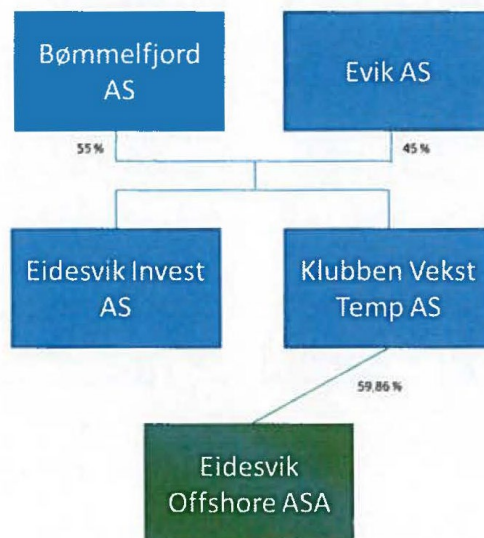
Aksjene i Eidesvik Offshore ble tatt opp til notering på Oslo Børs i 2005. Det er ikke awakende stemmerettigheter i selskapet, slik at en aksje tilsvarer en stemme.

Eidesvik Invest ble stiftet i 2004 i forbindelse med den påfølgende børsnoteringen av Eidesvik Offshore. Eidesvik Invest driver ulike former for virksomhet, herunder knyttet til eiendom, forvaltning og administrasjon, og innehar en aksjepost i Eidesvik Offshore på 59.86 %. Eidesvik Invest kontrolleres av Eidesvik-familien og eies av Bømmelfjord AS (55 %) og Evik AS (45 %).

Klubben Vekst Temp ble stiftet 30. januar 2020 og registrert i foretaksregisteret 3. mars 2020. Selskapet eies av Bømmelfjord AS (55 %) og Evik AS (45 %) og ble opprettet i forbindelse med den planlagte reorganiseringen av Eidesvik Invest gjennom å skille ut virksomhet som ikke er knyttet til eiendom til et eget selskap. Den opprinnelige eierstrukturen forut for reorganiseringen kan illustreres slik:



Reorganiseringen av Eidesvik Invest søkes foretatt gjennom en overføring av samtlige eiendeler, herunder aksjepost i Eidesvik Offshore, men unntatt virksomhet knyttet til eiendom, til det nye selskapet, Klubben Vekst Temp. Den endelige eierskapsstrukturen av aksjepost i Eidesvik Offshore kan illustreres slik:



4. 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.

Oslo Børs anser ikke reorganiseringen av eierskapet Eidesvik Offshore 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 overdragelsen av aksjeposten i Eidesvik Offshore fra Eidesvik Invest til Klubben Vekst Temp. Dispensasjoner fra tilbudsplikt bør inneholde en tidsramme for gjennomføring. Innen 30. september 2020 ansees passende her.

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 for erverv av aksjer i Eidesvik Offshore ASA for Klubben Vekst Temp AS ved overdragelse fra Eidesvik Invest AS.

Overdragelsene må gjennomføres innen 30. september 2020.

Senest samtidig med at avtale eller beslutning om overdragelsene foreligger skal Klubben Vekst Temp 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.

Vi gjør for ordens skyld oppmerksom på at vedtaket kan påklages av andre med rettslig klageinteresse.

Det bes om tilbakemelding til Børsen dersom overdragelsene ikke gjennomføres.

5.3.2 Siem Europe S.à r.l. og Siem Sustainable Energy S.à r.l. – Dispensasjon fra tilbudsplikt i Siem Offshore Inc. ved konsernintern overdragelse, brev av 01.12.2020

1 Søknaden

Det vises til søknad av 4. november 2020 fra Advokatfirmet Wiersholm AS hvor det på vegne av Siem Europe S.à.r.l. («**Siem Europe**») og Siem Sustainable Energy S.à.r.l. («**Siem Energy**») søkes om dispensasjon fra tilbudsplikt i Siem Offshore Inc. («**Siem Offshore**») i forbindelse med konsernintern overdragelse av aksjepost på 83,67 % i Siem Offshore fra Siem Europe til Siem Energy. Siem Energy er et heleid datterselskap av Siem Europe, og søknaden er begrunnet med at overdragelsen av aksjeposten ikke medfører et kontrollskifte.

Det er opplyst at bakgrunnen for overdragelsen er et arbeid med å rendyrke konsernstrukturen i Siem Industries-konsernet og samle energirelaterte datterselskaper i et eget holdingselskap.

2 Rettslig grunnlag

Lov 29. juni 2007 nr. 75 om om verdipapirhandel («**vphl.**») § 6-1 (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.»

Hjemmelen for vedtak om dispensasjon fremgår 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 sjette ledd.»

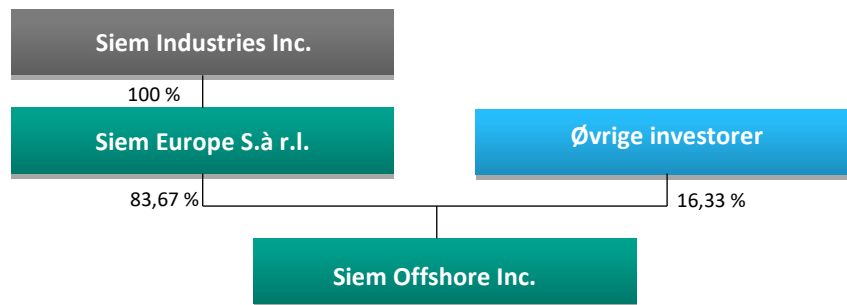
3 Faktiske forhold

Siem Offshore er et industrielt investeringsselskap innen den maritime sektoren olje- og serviceindustri og aksjene selskapet ble tatt opp til notering på Oslo Børs i 12. august 2005. Det er ikke avvikende stemmerettigheter i selskapet.

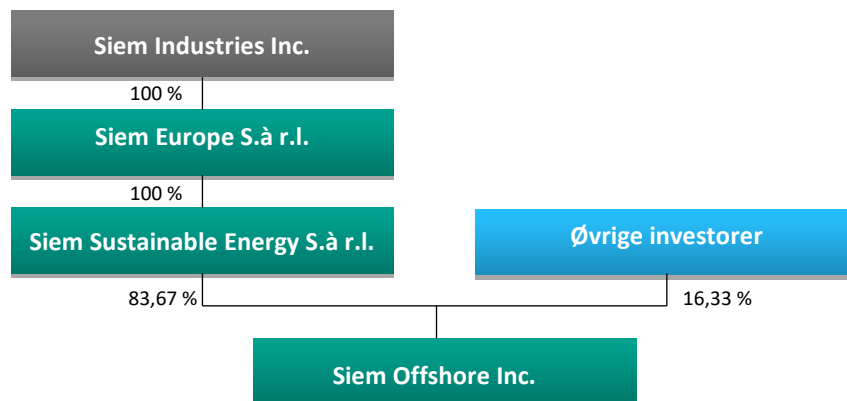
Siem Europe er registrert som et «*Société à Responsabilité Limitée*» under Luxembourgs rett. Selskapet er et heleid datterselskap av Siem Industries Inc., som er morselskapet i Siem-konsernet.

Siem Energy er også registrert som et «*Société à Responsabilité Limitée*» under Luxembourgs rett, og er et heleid datterselskap av Siem Europe. Selskapet eier ingen aksjer i Siem Offshore Inc. forut for den konserninterne overføringen.

Den opprinnelige (forenklede) eierstrukturen forut for overføringen kan illustreres slik⁶⁴:



Reorganiseringen søkes foretatt gjennom en overføring av aksjeposten i Siem Offshore fra Siem Europe til det heleide datterselskapet Siem Energy. Den endelige (forenklede) eierskapsstrukturen av aksjeposten i Siem Offshore kan illustreres slik etter overføringen⁶⁵:



Det er videre opplyst i søknaden at det ikke foreligger noen intensjoner om salg av aksjeposten i Siem Offshore.

⁶⁴ Organisasjonskart med angivelse av samtlige selskaper i konsernet forut for overføringen, er inntatt som [vedlegg 1](#).

⁶⁵ Organisasjonskart med angivelse av samtlige selskaper i konsernet etter overføringen, er inntatt som [vedlegg 2](#).

4 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.

Oslo Børs anser ikke den konserninterne reorganiseringen av eierskapet Siem Offshore 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 overdragelsen av aksjeposten i Siem Offshore fra Siem Europe til Siem Energy.

Dispensasjoner fra tilbudsplikt bør inneholde en tidsramme for gjennomføring. Innen 28. februar 2021 ansees passende her.

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 for erverv av aksjer i Siem Offshore Inc. for Siem Sustainable Energy S.à.r.l. ved overdragelse fra Siem Europe S.à.r.l.»

Overdragelsene må gjennomføres innen 28. februar 2021.

Senest samtidig med at avtale eller beslutning om overdragelsene foreligger skal Siem Sustainable Energy S.à.r.l. 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.

Vi gjør for ordens skyld oppmerksom på at vedtaket kan påklages av andre med rettslig klageinteresse. Det bes om tilbakemelding til Oslo Børs dersom overdragelsene ikke gjennomføres.»

