

## **NORWEGIAN AIR SHUTTLE ASA – KRITIKK FOR BRUDD PÅ INFORMASJONSPLIKTEN I FORBINDELSE MED OPPDATERT INFORMASJON KNYTTET TIL TIDLIGERE GUIDING TIL MARKEDET**

### **1. Innledning**

Det vises til korrespondanse mellom Oslo Børs og Norwegian Air Shuttle ASA («Selskapet») i perioden fra 19. august til 10. november 2017, samt møte den 19. desember s.å. Kontakten har knyttet seg til Selskapets informasjonshåndtering i forbindelse med offentliggjøringen av resultatet for 2. kvartal 2017 («Q2-rapporten») den 13. juli 2017.

Resultatet for 2. kvartal 2017 avvek betydelig fra forventningene til analytikerne som dekker Selskapet. Ved offentliggjøringen av resultatet meldte Selskapet også at de endret guidingen på enhetskostnaden per tilgjengelige setekilometer (CASK) for 2017. CASK er et forholdstall som måler underliggende kostnader i den aktuelle perioden mot totalproduksjonen. Endringen innebar at Selskapet hevet årsguidingen på CASK fra 0,39-0,40 til 0,42 for 2017.

Selskapets aksjekurs falt 13,4 % på betydelig volum de to påfølgende dagene etter fremleggelsen av Q2-rapporten. Som ledd i børsens rutinemessige undersøkelser vedrørende noterte selskapers overholdelse av informasjonsplikten etter løpende forpliktelser pkt. 3.1.1, jf. verdipapirhandelloven § 5-2, innhentet børsen nærmere informasjon fra Selskapet om de ovennevnte forhold.

Spørsmålet i foreliggende sak er om Selskapet har publisert informasjon om de ovennevnte forhold rettidig, jf. vphl. § 5-2 og løpende forpliktelser pkt. 3.1.1.

### **2. Noterte selskapers informasjonsplikt til markedet**

Etter løpende forpliktelser pkt. 3.1.1, jf. vphl. § 5-2 (1), skal børsnoterte selskaper uoppfordret og umiddelbart offentliggjøre innsideinformasjon som direkte angår utsteder, jfr. vphl. § 3-2 (1) til (3).

Innsideinformasjon er definert i vphl. 3-2 (1):

*”Med innsideinformasjon menes presise opplysninger om de finansielle instrumentene, utstederen av disse eller andre forhold som er egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene eller tilknyttede finansielle instrumenter merkbart, og som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet.”*

Definisjonen stiller tre hovedvilkår for at opplysninger skal anses som innsideinformasjon. For det første må det dreie seg om presise opplysninger om de aktuelle finansielle instrumentene. Videre må opplysningene være egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene merkbart. Til slutt må det dreie seg om opplysninger som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet.

Det følger av vphl. § 5-2, jf. løpende forpliktelser for utstedere pkt. 3.1.2, at et selskap kan utsette offentliggjøring av innsideinformasjon for ikke å skade sine legitime interesser, forutsatt at allmennheten ikke villedes av utsettelsen og at opplysningene behandles konfidensielt. Regnskapsinformasjon vil regulært kunne utgjøre informasjonspliktig innsideinformasjon på et tidspunkt forut for styrets vedtagelse og selskapets offentliggjøring av den relevante regnskapsrapporten. Børsen har i sirkulære 8/2007 pkt. 5.4.3, jf. sirkulære 3/2005 pkt. 3.4.5, lagt til grunn at grunnvilkårene for utsatt offentliggjøring ofte vil være oppfylt i slike tilfeller.

Det presiseres i nevnte sirkulærer at unntaket ikke gjelder for enkeltbegivenheter som på selvstendig grunnlag utgjør informasjonspliktig innsideinformasjon etter de alminnelige regler. Utsteder må i slike tilfeller treffe beslutning om utsatt offentliggjøring, dersom vilkårene for dette er oppfylt, og beslutningen må meldes underhånden til børsen for at den skal være gyldig.

Tilsyn og sanksjonering av reglene om noterte selskapers informasjonsplikt er delegert til Oslo Børs, jf. vphl. § 17-4 (3) tredje punktum og vphl. § 15-2 (2), jf. verdipapirforskriften § 13-1.

### **3. Børsens vurdering**

#### **3.1 Resultatet for 2. kvartal 2017**

Børsen mener en betydelig del av fallet i Selskapets aksjekurs etter offentliggjøringen av Q2-rapporten må tilskrives at resultatet for 2. kvartal 2017 avvek betydelig fra forventningene markedet og til analytikerne som dekker selskapet.

Selskapet har i korrespondansen med Oslo Børs forklart at resultatsvekkelsen for 2. kvartal 2017 kan forklares med en relativ inntjeningsssvekkelse samt kostnadsøkning knyttet til kostnadsposter som gradvis har materialisert seg igjennom kvartalet. Oslo Børs kan ikke se at resultatsvekkelsen skyldes enkeltbegivenheter som etter gjeldende praksis innebærer at Selskapet skulle ha publisert informasjon om dette, eller varslet Oslo Børs om utsatt offentliggjøring i forkant av resultatfremleggelsen. Dette må ses i lys av at Selskapet ikke hadde guidet spesifikt på inntekter og kostnader for 2. kvartal 2017. Selskapet var dermed ikke forpliktet til å varsle markedet om resultatet som avvek betydelig fra «markedskonsensus» forut for publisering av Q2-rapporten.

#### **3.2 Endring av guiding knyttet til enhetskostnad (CASK)**

Ved offentliggjøringen av Q2-rapporten den 13. juli 2017 offentliggjorde Selskapet også endret guiding på enhetskostnaden per tilgjengelige setekilometer (CASK) for 2017. Endringen innebar at Selskapet hevet årsguidingen på CASK fra 0,39-0,40 til 0,42 for 2017. Det er børsens vurdering at dette forholdet også bidro til fallet i Selskapets aksjekurs i perioden etter resultatfremleggelsen. Den oppdaterte guidingen uttrykte en indirekte forventning fra selskapet om en ikke ubetydelig resultatsvekkelse for

2017. Så langt børsen forstår innebar den endrede guidingen en forventet svekkelse av Selskapets EBITDA i størrelsesorden NOK 1 milliard for 2017, som representerer en EBITDA-svekkelse på om lag 50 %, og utgjør ca. NOK 27 per aksje. Børsen har ved vurderingen av kurspåvirkningseffekten sett hen til at den endrede guidingen er et av flere forhold som er fremhevet som negativt av analytikere i etterkant av resultatfremleggelsen den 13. juli 2017. Spørsmålet er om denne endringen av årsguidingen for CASK utgjorde insideinformasjon på et tidligere tidspunkt enn ved offentliggjøring av Q2-rapporten den 13. juli 2017.

Selskapet har på forespørsel fra Oslo Børs gitt en redegjørelse for prosessen som ledet frem til endringen av årsguiden på CASK som ble publisert i forbindelse med fremleggelsen av Q2-rapporten den 13. juli 2017, herunder årsakene til endringen.

Selskapet har opplyst at den endrede årsguidingen på CASK skyldes effekt av salg og tilbakeleie av fly og nedjustert produksjon (ASK) for 2. halvår 2017<sup>1</sup>. Selskapet har videre opplyst at justert produksjon for 2017 ble behandlet av administrasjonen i perioden fra mai 2017 og frem til 10. juli 2017.

Den 4. mai 2017 offentliggjorde Selskapet at det var inngått avtale om salg og tilbakeleie av tre 737-800 fly. Den 14. juni 2017 kunngjorde Selskapet dernest at det forelå et «letter of intent» vedrørende salg og tilbakeleie av ytterligere 11 737-800 fly. Den 29. juni 2017 ble oppdatert prognose som hensyntok effekter av salg og tilbakeleie og nedjustert produksjon utarbeidet av administrasjonen oversendt IR og CFO. Prognosen innebar oppjustert CASK i samsvar med hva som ble offentliggjort den 13. juli 2017. Prognose med samme konklusjon ble oversendt IR og CFO den 5. juli 2017. Ledergruppen gjennomgikk reviderte estimater den 10. juli 2017, og besluttet at disse skulle fremlegges for styrebehandling den 12. juli 2017. Basert på styreprotokollene som er fremlagt fremstår det for børsen som at de oppdaterte prognosene utelukkende ble forelagt styret som en orienteringssak i styremøtet den 12. juli 2017.

Det første spørsmålet børsen har vurdert er om endringen av årsguidingen av CASK for 2017 utgjorde en presis opplysning før offentliggjøringen av dette den 13. juli 2017, jf. vphl. 3-2 (1). Det avgjørende i denne sammenheng er om endringen av CASK utgjorde en omstendighet som Selskapet med rimelig grunn kunne vente ville inntreffe før offentliggjøringen av endringen den 13. juli 2017, og om denne omstendigheten var tilstrekkelig spesifikk til å trekke en slutning om den mulige påvirkningen på kursen til Selskapets aksjer.

Basert på ovennevnte mener Oslo Børs at det senest den 10. juli 2017, når prognosen med oppjustert CASK ble behandlet av ledergruppen, forelå presise opplysninger i verdipapirhandellovens forstand. På dette tidspunktet må det ha fremstått som tilstrekkelig sannsynlig for Selskapet at det måtte endre guidingen på CASK. Børsen mener videre at det senest på dette tidspunktet var mulig å trekke en slutning om den mulige kurseffekten knyttet til denne omstendigheten, jf. vphl. § 3-2 (2).

Spørsmålet blir etter dette om behovet for å oppdatere CASK guidingen var et forhold som var egnet til å påvirke kursen på Selskapets aksjer merkbart, jf. vphl. § 3-2 (1). Med opplysninger som er egnet til å påvirke kursen til finansielle instrumenter merkbart menes opplysninger som en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning, jf. vphl. § 3-2 (3).

Børsen mener at det er sannsynlig at en fornuftig investor ville ha benyttet opplysningen om endringen av selskapets årsguiding i sin investeringsbeslutning. Børsen har lagt vekt på at CASK fremstår å være et viktig element i selskapets guiding til markedet. CASK fremstår som en viktig måltall for Selskapet i

---

<sup>1</sup> Selskapet nedjusterte prognosen for produksjonsvekst fra 30 % til 25 %.

sammenlikningen mot andre lavprisselskaper, og Selskapet vier CASK relativt omfattende omtale i sine kvartalspresentasjoner.

Det fremstår videre som at guidingen vektlegges av markedet hva gjelder forventningene til Selskapets resultater, og at guidingen hensyntas løpende i analyser som utarbeides av analytikere som følger Selskapet. Børsen baserer dette på analyser som børsen har innhentet og vurdert i tilknytning til nærværende sak.

Børsen vil videre fremheve at Selskapet oppdaterer markedet løpende på flere måltall som produksjon (ASK), passasjertrafikk (RPK), inntekter per sete km (RASK) og Yield, men at Selskapet ikke månedlig rapporterer tilsvarende på realisert CASK. Det fremstår for børsen som at den kvartalsvise guidingen på CASK derfor er viktig for markedet når det gjelder deres forventninger til Selskapets kostnadsnivå på faktorer markedet ikke har innsyn i. Dette selv om CASK kun representerer et forholdstall mellom underliggende kostnader og total produksjon.

Børsen har ved vurderingen av kurspåvirkningspotensialet også vektlagt at den oppdaterte guidingen innebar en indirekte forventning fra selskapet om en ikke ubetydelig resultatsvekkelse for 2017.

Så langt børsen kan se var den endrede CASK guidingen et av flere forhold som ble vektlagt negativt av markedet representer ved analytikerne som følger selskapet. Dette selv om det er vanskelig for børsen å identifisere hvilken vekt den endrede CASK guidingen hadde på børskursen isolert sett etter publiseringen av Q2-rapporten. Børsen mener at opplysningen ville blitt vektlagt tilsvarende dersom opplysningen hadde blitt publisert den 10. juli 2017.

Det siste vilkåret for at det skal foreligge innsideinformasjon er at opplysningen om at Selskapet ville endre CASK guidingen for 2017, eller de forhold som gjorde dette nødvendig, ikke var offentlig tilgjengelige eller allment kjent i markedet, jf. vphl. § 3-2 (1).

Som det fremgår ovenfor er det opplyst at den endrede årsguidingen på CASK skyldes effekt av salg og tilbakeleie av fly og nedjustert produksjon for 2. halvår 2017. Når det gjelder beslutningen om salg og tilbakeleie av fly, var markedet kjent med dette gjennom børsmeldinger hhv. den 4. mai og den 14. juni 2017. Markedet kunne derfor hensynte denne omstendigheten ved etterfølgende kursfastsettelse, men ikke med samme grad av presisjon som Selskapet selv kunne. Analyser utarbeidet etter publiseringen av Q2-rapporten den 13. juli 2017 illustrerer etter børsens mening at markedet ikke fullt ut har vært i stand til å hensynte effekten av forholdet. Oslo Børs finner det klart at Selskapets beslutning om å nedjustere produksjonen ikke var allment kjent. Videre finner børsen det klart at det faktum at Selskapet ville endre årsguidingen på CASK som følge av disse forholdene ikke var offentlig kjent i markedet.

### **3.3 Utsatt offentliggjøring av informasjon om endret guiding på CASK**

Basert på det ovenstående mener Oslo Børs at det forhold at Selskapet ville endre CASK guidingen for 2017 utgjorde innsideinformasjon senest den 10. juli 2017. Etter vphl. § 5-2 (1), jf. løpende forpliktelser pkt. 3.1.1, skal børsnoterte selskaper uoppfordret og umiddelbart offentliggjøre innsideinformasjon som direkte angår utsteder.

Det følger av vphl. § 5-3 (1), jf. løpende forpliktelser pkt. 3.1.2, at utsteder kan utsette offentliggjøring av opplysninger som nevnt i § 5-2 første ledd for ikke å skade sine legitime interesser, forutsatt at allmennheten ikke villedes av utsettelsen og opplysningene behandles konfidensielt, jf. vphl, § 3-4. Ved beslutning om utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon skal det gis melding til børsen i henhold til verdipapirforskriften § 5-1 og løpende forpliktelser pkt. 3.1.2 (3).

Selskapet har ikke anført at det er besluttet utsatt offentliggjøring av forholdet, og børsen har heller ikke mottatt en underhåndenmelding om dette. Av hensyn til Selskapets og markedets håndtering av liknende saker i fremtiden finner børsen likevel grunn til å vurdere om vilkårene for utsatt offentliggjøring var oppfylt.

Etter vphl. § 5-3 er det et vilkår for å kunne benytte utsatt offentliggjøring at allmennheten ikke villedes av utsettelsen. Kriteriet rammer både tilfeller der utsteder har gitt ufullstendig informasjon til markedet om et forhold som har oppstått, og en ren unnlattelse av eller utsettelse av å publisere informasjon om et forhold som utgjør innsideinformasjon.

Et sentralt moment i vurderingen av om allmennheten villedes av utsettelsen er det eksisterende informasjonsbildets karakter og opphav. Det har i denne sammenheng stor betydning i hvilken grad villfarelsen har bakgrunn i informasjon utsteder selv tidligere har gitt. I tilfeller hvor det aktuelle forholdet som utgjør innsideinformasjon knytter seg til et avvik fra forventninger utsteder tidligere har uttrykt til markedet, vil vilkåret om at allmennheten ikke villedes av utsettelsen regulert ikke være oppfylt. Børsen viser i denne forbindelse til retningslinjer fra ESMA knyttet til praktiseringen av villedningskriteriet i MAR artikkel 17(4). Forordningen trådte i kraft i EU den 3. juli 2016, og er ennå ikke implementert i norsk rett. Hva villedningskriteriet angår fremstår imidlertid vurderingstemaet å være i god harmoni med det som ligger i begrepet «villedning» i den norske lovteksten, og i MAD artikkel 6 nr. 2 som den norske lovteksten bygger på. Det vises også til Børsklagenemdens avgjørelse i sak 1/2016 (Sandnes Sparebank) som støtter dette. En slik praktisering samsvarer også med veiledning utarbeidet av Finanstilsynet i Danmark knyttet til utsteders forpliktelse til å offentliggjøre innsideinformasjon i forbindelse med finansiell rapportering etter MAR.<sup>2</sup>

I foreliggende sak har Selskapet selv valgt å gå ut med en guiding på CASK som nøkkeltall. Forventningene knyttet til nivået på CASK var dermed en forventning i markedet som Selskapet selv hadde skapt. Under børsens forutsetning om at nøkkeltallet CASK utgjør innsideinformasjon, mener børsen at markedet ble villedet av utsettelsen av publiseringen. Dette i motsetning til forventningen i markedet til Selskapets resultat for 2. kvartal, som ble dårligere enn forventet, men hvor Selskapet ikke hadde guidet og dermed ikke hadde en plikt til umiddelbart å korrigere ved å sende et resultatvarsel. Børsen mener derfor at Selskapet på tidspunktet hvor det hadde rimelig grunn til å forvente at CASK måtte nedjusteres, som børsen mener senest var den 10. juli 2017, umiddelbart skulle ha medelt dette til markedet. Børsen ønsker å understreke at plikten til å korrigere forventninger utsteder selv har skapt regelmessig vil kunne inntre før det eksakte omfanget av endringene som forventes å komme er klart for utsteder.

Børsen kan heller ikke se at Selskapet i nærværende sak hadde legitime interesser for å utsette offentliggjøringen av forholdet. Det skal avslutningsvis bemerkes at det ikke er avdekket tegn til lekkasje av informasjonen om endring av årsguidingen for CASK forut for publiseringen. Børsen legger derfor til grunn at informasjonen ble behandlet konfidensielt.

Basert på det ovennevnte mener Oslo Børs at allmennheten ble villedet ved at Selskapet først den 13. juli 2017 informerte markedet om at CASK guidingen for 2017 ble endret. Vilklårene for utsatt offentliggjøring var således ikke oppfylt. Selskapet har med dette overtrådt vphl. § 5-2 (1), jf. løpende forpliktelser pkt. 3.1.1.

---

<sup>2</sup> Hvornår skal en utsteder offentliggjøre opplysninger i finansielle rapporter som intern viden? Av 09/10/2017. (<https://www.finanstilsynet.dk/Lovgivning/Lovsamling/Kapitalmarkedsomraadet/Vaerdipapirhandel/VEJ-9973>)

#### 4. Avsluttende merknader

Etter en samlet vurdering har Oslo Børs besluttet å avslutte saken med dette brevet. Ved denne vurderingen er det blant annet lagt vekt på at det er vanskelig å fastslå med sikkerhet i hvilken utstrekning markedet vektla den oppdaterte guidingen av CASK i forbindelse med offentliggjøringen av Q2-rapporten den 13. juli 2017. Oslo Børs mener likevel at Selskapets informasjonshåndtering har vært kritikkverdig, og understreker at gjentatte brudd vil kunne medføre sanksjon i form av illeggelse av overtredelsesgebyr. Oslo Børs legger videre til grunn at Selskapet gjennomgår sine rutiner for informasjonshåndtering.

Det gjøres oppmerksom på at børsen kan benytte dette brevet som veiledning til andre markedsaktører ved å innta brevet i børsens publikasjon «Vedtak og uttalelser».

Med vennlig hilsen  
OSLO BØRS ASA

Thomas Borchgrevink  
Direktør  
Markedsovervåking og -administrasjon

Lars-Erik Oppi  
Advokat  
Markedsovervåking og -administrasjon