

BØRSKLAGENEMNDEN – SAK 1/2015

Avgjørelse 24. august 2015 av klage fra EVRY ASA over Oslo Børs ASAs vedtak 15. juni 2015 om å avslå søknad om strykning av EVRY ASA fra notering på Oslo Børs med hjemmel i børsloven § 25, jf. løpende forpliktelser punkt 15.1 fjerde ledd.

1. Klagesaken og Børsklagenemndens sammensetning

Oslo Børs ASA («Oslo Børs» eller «børsen») fattet 15. juni 2015 vedtak med slik konklusjon:

Søknad fra EVRY ASA om strykning av selskapets aksjer fra notering på Oslo Børs avslås.

EVRY ASA («EVRY» eller «selskapet») påklaget vedtaket i brev 29. juni 2015. Klagen er rettidig fremsatt.

Oslo Børs har ikke funnet grunn til å omgjøre vedtaket. Saken ble ved brev 27. juli 2015 oversendt Børsklagenemnden for behandling, jf. børsforskriften § 37 sjetten ledd og forvaltningsloven § 33 fjerde ledd.

Børsklagenemnden har behandlet saken i møte. Ved behandlingen deltok Liv Gjelstad (leder), Espen Klitzing, Christian Lund, Andre Michaelsen og Bernt Zakariassen.

2. Om selskapet

EVRY har vært notert på Oslo Børs siden 1999. Selskapet er ikke notert på annen markedsplass. EVRY er et av Nordens ledende IT-konsern. EVRY har hovedkontor i Oslo, om lag 10 000 ansatte og en årlig omsetning på ca. 13 milliarder kroner.

3. Sakens bakgrunn

EVRY har i løpet av første halvår 2015 vært gjenstand for et oppkjøp. Lyngen Bidco AS («Lyngen») fremmet i desember 2014 et frivillig tilbud. Lyngen er eid av Apax, et ledende private equity selskap. Gjennom det frivillige tilbudet ervervet Lyngen i midten av mars 2015 ca. 88 % av aksjene i EVRY. Lyngen fremmet deretter pliktig tilbud. Tilbudsperioden løp ut i begynnelsen av mai 2015. Relativt liten andel av aksjene ble kjøpt gjennom det pliktige tilbudet.

23. mars 2015 ble det avholdt generalforsamling i selskapet der det blant annet ble vedtatt at selskapet skal søke om strykning fra notering på Oslo Børs.

Nærmere om generalforsamlingen 23. mars 2015:

Som følge av begrensningen i verdipapirhandelloven § 6-8, 5. ledd, kunne Lyngen kun stemme for inntil 1/3 av selskapets totale aksjer i generalforsamlingen 23. mars 2015. Slikt pliktig tilbud ble fremmet av Lyngen 27. mars 2015.

37,76 % av stemmeberettiget kapital var representert på generalforsamlingen, hvorav Lyngen da kunne stemme for 33,33 %.

Følgende aksjonærer stemte for strykning.

- Lyngen Bidco AS (89.112.993 aksjer)
- Klas Forslund (1.527 aksjer)
- Arvid Hefte (88 aksjer)
- Dariush Massoumi (785 aksjer)

Følgende aksjonærer stemte mot forslaget om strykning:

- Polygon European Equity Opportunity (7.711.296 aksjer)
- Blackwell Partners (4.105.807 aksjer)

Selskapet har redegjort for at andel stemmer for strykning ville vært 95,21 % av fremmøtt kapital hvis Lyngen kunne stemt for alle sine aksjer.

Søknad om strykning:

Selskapet har i søknaden om strykning 21. mai 2015 gitt følgende hovedbegrunnelse for å søke om strykning av selskapets aksjer:

- Selskapet er ikke lenger egnet for notering
- Selskapet har en stor aksjonær som eier 88 % av aksjene og stemmene. Det er ikke utsikt for ytterligere spredning av aksjene.
- Generalforsamlingen har vedtatt å søke om strykning. Kun to aksjonærer stemte i mot forslaget. Disse er institusjonelle aksjonærer som ikke har samme behov for notering som mindre aksjonærer.
- Selskapet har ikke behov eller intensjon om bruk av notering for tilgang til kapital
- Det er begrenset likviditet i selskapets aksjer noe som ytterligere reduserer behovet for notering og som kan resultere i insuffisient prising hvor potensielt små handelsvolumer kan påvirke aksjeprisen.
- Selskapet følges ikke av analytikere og er gjenstand for liten eller ingen interesse i kapitalmarkedet.
- Aksjonærene er gitt en exit mulighet gjennom det frivillige tilbudet og det pliktige tilbudet som Lyngen har gjennomført.
- Antall aksjonærer i selskapet er betydelig redusert sammenlignet med situasjonen før oppkjøpet.

Mottatt informasjon fra aksjonærer og Aksjonærforeningen:

Børsen har mottatt korrespondanse fra Polygon Global Partners LLP:

- 20.03.2015 – Brev. Opplyser at Polygon Global Partners er aksjonær med 4,4 % eierandel, kommenterer blant annet at styrevalg ikke er i samsvar med NUES anbefalingen og det understrekes betydningen av at selskapet opprettholder noteringen for å sikre rettferdig behandling av minoritetsaksjonærene.
- 27.03.2015 - Brev. Kommenterer blant annet prisen i tilbudet, at det var betydelig motstand mot strykning i generalforsamlingen, Apax sin opptreden, og det argumenteres mot strykning av selskapet fra notering.
- 29.04.2015 – Brev. Opplyser at de har engasjert Computershare til å foreta undersøkelser blant aksjonærene vedrørende deres syn på strykning fra notering. Det opplyses at av 1,212 EVRY aksjonærer som ble stilt spørsmålet om strykning i perioden 16. – 28. april 2015, svarte 208, hvorav 200 var imot strykning og 8 for. En bekreftelse fra Computershare på dette var vedlagt brevet.
- 04.05.2015 - Epost. Det opplyses at totalt 273 aksjonærer har gitt respons til Computershare hvorav 258 oppjonerer med strykning mens 15 er for.

- 26.05.2015 – Epost. Det opplyses at det er 650 minoritetsaksjonærer i selskapet, og at av disse har 205 besvart Computershare, hvorav 201 er imot strykning.

Børsen er i tillegg kopimottaker av epost fra Aksjonærforeningen ved Bernt Bangstad til EVRY ved styreleder Jo Lunder datert 20.05.2015. Eposten inneholder kopi av Aksjonærforeningens forespørsel til EVRY datert 19. mai 2015, med spørsmål om feilaktig informasjon i innkalling til generalforsamling om hvilken valgkomite som foreligger.

4. Rettslig grunnlag

Det følger av børsloven § 25 første ledd:

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

Videre heter det i løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper av juli 2013 punkt 15.1 fjerde ledd

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

5. Børsens vedtak

Børsen fattet 15. juni 2015 vedtak som referert under punkt 1.

5.1 Rettslig utgangspunkt

Det rettslige utgangspunkt for børsens vedtak er i hovedtrekk beskrevet som følger:

Når det gjelder det rettslige vurderingstemaet ved strykning etter søknad fra notert selskap vises det til Børsens redegjørelse i sak «24seven Technology Group ASA – avslag på søknad om strykning av selskapets aksjer fra notering på Oslo Axess (vedtak av 21.03.2013)» (inntatt i Vedtak & Uttalelser 2013 s. 56) pkt. 4.2.1.

Bestemmelsen om strykning i børsloven § 25 første ledd er fra 2007. Som det fremkommer av Børsens vedtak vedr. 24seven er praksis fra tiden før dette relevant.

Børsen har gjennom sin praksis gitt uttrykk for hvilke hensyn som er relevante ved vurderingen av om en søknad om strykning skal tas til følge. Som utgangspunkt skal det foretas en skjønsmessig avveining av selskapets interesse – representert ved flertallets interesse i strykning – mot minoritetsaksjonærenes interesse i fortsatt notering. Børsens praksis har vært streng i den forstand at hensynet til minoritetsaksjonærene og de ulemper en strykning vil medføre for disse tradisjonelt har blitt tillagt relativt mye vekt. Også hensynet til markedets integritet og tillit, har blitt tillagt vekt i vurderingen av om en søknad om strykning

skal etterkommes. I den sammenheng har manglende oppfyllelse av noteringsvilkår blitt ansett som ett av flere relevante momenter i totalvurderingen når søknad om strykning vurderes.

5.2 Vurdering

Selskapets interesse

Børsen viser til at selskapets søknad om strykning har sitt grunnlag i generalforsamlingsvedtak fra 23. mars 2015, at det av selskapets søknad fremgår at det kun var to aksjonærer som stemte mot strykning på generalforsamlingen, og at disse antas å være profesjonelle aktører. Børsen gir uttrykk for at det ved tidligere strykingsaker er lagt noe vekt på hvilken type aksjonærer som stemmer mot strykning.

Børsen påpeker at deltakelsen på generalforsamlingen var lav – 6 aksjonærer avga stemmer – og at det utfra den lave deltakelsen på generalforsamlingen er vanskelig å konstatere hverken tydelig støtte eller motstand blant minoritetsaksjonærene.

Børsen viser videre til at det i innkallingen ikke er gitt noen nærmere begrunnelse eller redegjørelse for konsekvenser av evt. strykning.

Børsen finner at den aktivitet som er gjennomført via Computershare i etterkant av generalforsamlingen vanskelig kan tillegges særlig vekt, «da aksjonærer som ønsker å uttrykke sin støtte eller motstand om spørsmålet om strykning må forventes å gjøre dette gjennom selskapets generalforsamling».

Børsen uttaler følgende om likviditeten i aksjen:

Selv om likviditeten er lav, er den ikke i noen særstilling sammenlignet med andre selskaper notert på Oslo Børs. Lyngen eier 88 % av aksjene i selskapet. Per 19. mai var 641 registrerte minoritetsaksjonærer i VPS, og 375 av disse har aksjer for en verdi over NOK 10.000. Selskapet oppfylder således ikke kravene til spredning og antall aksjeeiere i opptaksreglene, men selskapet må anses å fortsatt ha en forholdsvis spredt eierstruktur. Markedsverdien av Selskapet er i dag ca. NOK 4,1 milliarder. Selskapets markedsverdi ligger derved langt over minstekravet for notering på Oslo Børs (NOK 300 millioner), og sammenholdt med den relativt spredde eierstrukturen bør det kunne være like gode muligheter for likviditet i aksjen som mange andre selskaper notert på Oslo Børs. I perioden 11.05.2015 til 11.06.2015 har det vært omsatt 90.075 aksjer til en samlet verdi av NOK 1.333.104. Volumvektet snittkurs for perioden (vwap) er NOK 14,79. Med unntak av noen minutter enkelte dager har det kontinuerlig ligget ordrer (kjøper og selger ordre) i ordreboken som har dannet et prisbilde for aksjen. Spread (differansen i ordreboken mellom beste kjøper og selger) har i perioden hovedsakelig ligget rundt 0,6 kr eller lavere. Totalt har 15 medlemmer deltatt i gjennomføring av handler. Høyeste og laveste kurs i perioden har vært henholdsvis NOK 15,50 og NOK 14,40. Volumet i aksjen har et daglig gjennomsnitt på 4.094 aksjer tilsvarende NOK 60.595.

Børsen legger til grunn at selskapet ikke er i brudd med andre opptakskrav enn kravene til fri flyt og spredning, og viser til at det er en rekke selskaper notert på Oslo Børs og Oslo Axess som etter notering har endringer i eierstruktur som medfører at disse opptakskravene ikke er oppfylt. Børsen gir uttrykk for at likviditeten i selskapet er lav, men den er ikke så lav at dette i seg selv medfører at selskapet ikke er egnet for notering. Børsen mener det ikke foreligger opplysninger som tilsier at det foreligger vesentlig brudd på løpende forpliktelser eller forhold som skulle medføre at selskapet ikke er i stand til å ivareta sine forpliktelser som et børsnotert selskap.

Børsen viser til at den har innvilget strykning i tre saker med relativt lik prosentvis stemmefordeling for/mot strykning, henholdsvis Kristiansand Dyrepark ASA (85 % / 15 %) [Vedtak og Uttalelser 2004 s. 63], Fosen ASA (87,6 % mot 12,4 %) [Vedtak og Uttalelser 2008 s. 26] og Norman ASA (87,57 % mot 12,43 %) [Vedtak og Uttalelser 2009 s. 46]. Børsen gir uttrykk for at det i alle disse sakene også var andre forhold som tilsa strykning og som ble tillagt vesentlig vekt, herunder at selskapet hadde gjennomgått store endringer som resulterte i brudd på noteringsvilkår, fastlåst eierkonstellasjon, forutgående oppkjøpstilbud, fusjon betinget av strykning mv. I børsstyrets sak om Kosmos AS [Vedtak av 30. april 1991] ble strykning derimot nektet til tross for at selskapets generalforsamling hadde vedtatt å sende slik søknad med 88 % og mot 12 % av stemmene, og til tross for at selskapet var i brudd med opptakskrav. Samtlige tilstedeværende minoritetsaksjonærer stemte der mot strykning. Selskapet hadde over 5.000 aksjonærer, hvorav 495 børsposteiere.

Det er børsens vurdering at det i tilfeller hvor selskapet ikke kan vise til at selskapet har gjennomgått endringer som resulterer i brudd på noteringsvilkår eller tilsvarende særlige omstendigheter, skal mer til for å etterkomme søknad om strykning. Bakgrunnen for dette er ifølge børsen at en strykning her vil være mindre påregnelig for aksjonærer som har investert i selskapet. I slike tilfeller vil det etter børsens vurdering være særlig viktig å se hen til minoritetsaksjonærenes interesse i fortsatt notering.

Minoritetsaksjonærenes interesse

Børsen skriver at en strykning medfører at aksjonærene i selskapet mister den beskyttelse som ligger i børs- og verdipapirlovgivningen og tilsynet med dette, og at allmennaksjelovens regler om aksjonærbeskyttelse samlet sett er svakere. Børsen mener børs- og verdipapirlovgivningens regler om løpende og periodisk informasjonsplikt vil være av særlig nytte for minoritetsaksjonærene i en situasjon der det foretas endringer i selskapet initiert gjennom ny hovedeier. Børsen viser videre til at aksjonærene vil miste det organiserte handelsapparat og gjennomlysning av handelen som notering medfører, at strykning vil kunne medføre en ulempe for aksjonærene ved at det må forventes likviditeten reduseres ytterligere, og at aksjonærer kan ha offentlige eller interne regler som forhindrer dem i å eie unoterte aksjer.

Børsen opplyser at den i sakene om strykning av Kristiansand Dyrepark ASA og Fosen ASA har uttalt at institusjonelle investorer bør være i bedre stand til å gjøre sine rettigheter som minoritetsaksjonærer gjeldende også dersom selskapet skulle bli strøket fra notering, herunder slik at hensynet til de institusjonelle aksjonærene ikke ble tillagt avgjørende vekt i de aktuelle sakene. Ifølge børsen kan imidlertid ikke dette utgangspunktet innebære at det på generelt grunnlag skal ses bort i fra den institusjonelle investorens interesse i fortsatt notering, selv om hensynet til disse tillegges noe mer begrenset vekt enn for øvrige, mindre profesjonelle investorer.

Børsen viser til at det er gjennomført et frivillig tilbud og et pliktig tilbud, og at aksjonærene således har hatt en mulighet til å få en exit fra sin investering i selskapet. Børsen anfører videre at aksjonærene gjennom uttalelsene om tilbudene fra SEB, som uavhengig sakkyndig, har fått tilgang til ekstern vurdering av tilbudet, og at selskapets aksjonærer har full anledning til å velge å avslå de fremsatt tilbudene, noe et betydelig antall aksjonærer har gjort. Børsen skriver imidlertid at:

EVERY har et betydelig antall aksjonærer. Per 19.05.2015 hadde selskapet totalt 651 registrerte aksjonærer (inklusive forvalterkontoer). Av disse eier 266 aksjonærer aksjer for samlet verdi

over NOK 10.000 (basert på kurs NOK 15 den 19. mai). Totalt utgjør verdien av aksjene som ikke er eid av Lyngen om lag NOK 480 millioner. Både antallet aksjonærer i seg selv og antallet aksjonærer som har investeringer av en viss størrelse, tilsier at EVRY ikke bør strykes fra notering. Situasjonen for et betydelig antall småaksjonærer vil forverres dersom EVRY strykes fra notering. Hensynet til markedets tillit og integritet tilsier også varsomhet i forhold til strykning når eierskapet er såpass spredt.

Basert på samlet vurdering av de grunner som taler for strykning opp mot minoritetsaksjonærenes interesser, finner børsen etter dette ikke å kunne etterkomme søknaden om strykning. Børsen viser «i den forbindelse særlig til det relativt store antall aksjonærer i Selskapet som har valgt å ikke selge sine aksjer til Lyngen. Interessene til disse vil bli best ivaretatt gjennom fortsatt notering». Børsen opplyser at «[d]et er sett hen til den andel av aksjene som stemte mot forslaget om strykning (88,29 % av de avgitte stemmer for strykning, 95,21 % dersom største aksjonær kunne stemme for alle sine aksjer)».

Børsen uttaler videre at «Strykning fra selskapets side kan ikke her begrunnes i brudd på noteringsvilkår eller andre særlige omstendigheter» og at «[e]tter børsens vurdering ville det ikke være forenelig med lovens kriterier for strykning, slik disse fremgår av børsloven § 25, og børsens praksis i tilknytning til strykningsreglene og den skjønsmessige vurdering disse legger opp til, å etterkomme søknad om strykning i nærværende sak».

6. Klagers anførsler

Selskapet ber i klagen 29. juni 2015 om at vedtaket omgjøres, og at selskapets søknad om strykning fra Oslo Børs innvilges. Selskapets anførsler i klagen er i hovedtrekk som følger:

6.1 Rettslige forhold

Klager skriver at det i tråd med tidligere børslov er fastsatt i Oslo Børs' regler en særskilt bestemmelse om strykning etter initiativ fra selskapet, jf. løpende forpliktelser pkt. 15.1 fjerde ledd og viser til at bestemmelsen opprinnelig kom inn i børsloven av 1988. Klager siterer fra forarbeidene til bestemmelsen (NOU 1985:33 s. 80 og 118), og anfører at det ikke er vedtak som fraviker mønsteret angitt i disse forarbeidene, før børsens avslag på søknad fra EVRY.

6.2 Faktiske forutsetninger for vedtaket

Klager anfører at børsens vedtak på de avgjørende punktene må anses å være basert på feilaktig eller misvisende grunnlag.

Klager mener for det første at det ikke er korrekt når det legges til grunn at stemmefordelingen var relativt lik på generalforsamlingen i EVRY sammenholdt med sakene vedrørende Kristiansand Dyrepark ASA, Fosen ASA og Norman ASA, og viser til at i «alle disse sakene stemte ca. 85 % for strykning, mot reelt 95 % i EVRY».

For det andre hevder klager at det ikke er korrekt at det for EVRY ikke foreligger slike *andre forhold* som skulle tilsi strykning på lik linje med de tre nevnte sakene, men at «[t]vert i mot, det foreligger klart nok både "forutgående oppkjøpstilbud" og "fastlåst eierkonstellasjon"».

Klager viser herunder til at minoritetsaksjonærene har fått to tilbud om å selge seg ut, både et frivillig og et pliktig tilbud, og at som følge av dette eies nå 88 % av aksjene i EVRY av selskapets største aksjonær og 11,7 % av de seks neste aksjonærene på listen, som alle er institusjonelle investorer eller forvalterkontoer. Klager skriver at «[r]ealiteten er at eierkonstellasjonen er mer fastlåst enn i noen av de tidligere saker børsen viser til» og at «[n]år børsen påpeker at det i tidligere saker blant annet har foreligget "fusjon betinget av strykning" som et annet forhold som tilsa strykning i tidligere saker antar vi at dette referer seg til Fosen-saken, og påpeker at det her uttrykkelig fremkommer av børsens vedtak at strykningsvedtaket ikke var betinget av at fusjonen ble gjennomført, jf. Vedtak og uttalelser 2008 s. 26 (noe den heller ikke ble)».

For det tredje er det i følge klager ikke korrekt når Oslo Børs legger til grunn at 6 % av aksjene i selskapet eies av ca. 650 gjenværende minoritetsaksjonærer med spredt eierskap. Klager viser herunder til at av de 649 gjenværende minoritetsaksjonærer, som til sammen eier 12 % av aksjene i selskapet, eier seks registrerte aksjonærer ca. 11,7 % av aksjene i selskapet. Ser man bort fra disse relativt store institusjonelle eierne, er det ifølge klager kun 0,3 % av aksjene i selskapet som er spredt på gjenværende 643 aksjonærer.

6.3 Strykningsvurderingen

Utgangspunkt

Klager anfører at utgangspunktet, som angitt i børsens løpende vilkår punkt 15.1, er at et selskap kan søke strykning når generalforsamlingen har vedtatt dette med flertall som for vedtektsendring. Ifølge klager oppstår spørsmålet om børsens skjønnsmessige vurdering av strykning etter søknad fra selskapet i bredden av situasjoner, fra tilfeller der én eller flere aksjonærer sammen klarer å etablere et slikt kvalifisert flertall på generalforsamlingen, og inntil tilfeller der én enkelt aksjonær har en eierandel på 90 % og kan tvangsinnløse minoritetsaksjonærene. Klager viser til at EVRY befinner seg i det aller øverste sjiktet av denne skalaen, ved at Lyngen alene har en eierandel på 88 %, tett inntil tvangsinnløsningsterskelen, og anfører at «[p]å denne bakgrunn fremstår det i utgangspunktet som lite naturlig å legge et strengt skjønn til grunn for strykningsvurderingen».

Ifølge klager er det, basert på praksis, normalt tre elementer som vektlegges i børsens strykningsvurdering – selskapets ønske om å bli strøket, selskapets manglede oppfyllelse av opptaksvilkår og minoritetsaksjonærenes interesse i fortsatt notering.

Selskapets ønske om å bli strøket

Klager viser til at selskapets ønske om å bli strøket er uttrykt ved strykningssøknaden fra styret, vedtatt med støtte fra selskapets generalforsamling.

Når det gjelder tidspunktet for generalforsamlingen, skriver klager at dette ble «fastsatt med bakgrunn i at selskapet som følge av oppkjøpet måtte refinansieres» og at Lyngen gjennom oppkjøpet hadde fått en eierandel på 88%, og hadde til hensikt å ta initiativ til strykning av selskapet «var tydelig kommunisert i både frivillig tilbudsdokument og innkalling til generalforsamling». Slik klager ser det hadde det dermed ingen betydning for generalforsamlingens behandling av strykningsspørsmålet at det pliktige tilbudet ennå ikke var gjennomført.

Ved vurderingen av hvilken støtte beslutningen om å søke om strykning hadde i selskapets aksjonærmasse, må det relevante ifølge klager være å se på «hvilket flertall som ble oppnådd når samtlige av Lyngens aksjer tas med i beregningen. Vedtaket om å søke strykning er reelt sett fattet med 95,21 % av stemmene og den representerte aksjekapitalen på generalforsamlingen, mot kun 4,79 %». Klager tilføyer at de er «under enhver omstendighet ikke kjent med relevant praksis der en strykning har vært nektet når generalforsamlingens beslutning har vært truffet med tilsvarende flertall».

Klager nevner at også i *antall aksjonærer* som stemte for en strykning var det flertall, da fire aksjonærer stemte for, herunder tre små minoritetsaksjonærer, og kun to aksjonærer stemte mot, nemlig de institusjonelle investorene Polygon European Equity Opportunity og Blackwell Partners.

Klager viser til børsens anførsel om at «[u]t fra den lave deltakelsen på generalforsamlingen er det vanskelig å konstatere hverken tydelig støtte eller motstand blant minoritetsaksjonærene.» Dette blir ifølge klager galt, fordi «[p]oenget er at det lave stemmetallet viser at det ikke var noen tydelig motstand mot strykning fra minoritetsaksjonærene. Det samme illustreres til overmål av det faktum at de tre minoritetsaksjonærene som faktisk avga stemme, stemte *for* strykning». Ifølge klager har vurderingen i tidligere praksis vært hvorvidt generalforsamlingsresultatet indikerer en vesentlig motstand fra minoriteten i selskapet. Som eksempel nevner klager børsens resonnementer i Norman ASA fra 2009 [Vedtak og uttalelser 2009 s. 46] der 15 aksjonærer stemte mot å søke om strykning og to stemte for, men børsen uttalte at det var rundt 350 aksjeeiere som ikke deltok på generalforsamlingen, og at det således ikke var grunnlag for å hevde at det forelå «et sterkt og bredt engasjement mot strykning blant de små minoritetsaksjonærene», og at selv om det i antall aksjonærer var flertall mot strykning, var antallet som stemte mot likevel lavt, både i absolutte tall og i eierandel. Klager skriver at «[t]ilsvarende synsmåter kan, enn mer, legges til grunn for strykningssøknaden fra EVRY».

Klager mener at forsøket Polygon har gjort på å dokumentere en etterskuddsvis motstand blant minoritetsaksjonærene ved undersøkelser gjennom Computershare kan «som børsen riktig påpeker» ikke tillegges vekt, herunder fordi «[a]ksjonærer i et børsnotert selskap må forventes å uttrykke en eventuell motstand mot strykning på selskapets generalforsamling, og ikke ved bruk av ulike former for "meningsmålinger" som ikke er etterprøvbare for hverken selskapet eller børsen».

Manglende oppfyllelse av opptaksvilkår

Klager viser til at selskapet etter gjennomføring av oppkjøpstilbudene fra Lyngen er i brudd med opptaksvilkårene til antall aksjonærer og 25 % spredning, og at [b]ørsen synes å anføre som et moment mot strykning at selskapet *"ikke er i brudd med andre opptaksvilkår"* enn disse.

Klager mener dette blir et «skjevt utgangspunkt for vurderingen» og at betydningen av i hvilken utstrekning et selskap er i brudd med opptaksvilkår, må vurderes ulikt avhengig av om det gjelder en strykning initiert av Oslo Børs, eller en strykning som er ønsket av

selskapet. Ifølge klager vil ethvert brudd med opptaksreglene eller andre børsregler være relevant for en strykning initiert av Oslo Børs, mens det ved strykning ønsket av selskapet ikke kan være slik at selskapet kan styrke sin egen strykningssøknad gjennom å bryte opptaksreglenes krav om selskapsform, styresammensetning, ledelse, forsvarlig kapitalisering mv. eller løpende forpliktelser. Ifølge klager er derved i realiteten kun vilkårene om antall aksjonærer, spredning, regelmessig omsetning og markedsverdi som er relevante ved vurderingen av en strykningssøknad fra selskapet. Klager viser til at selskapet er i brudd på to av disse – antall aksjonærer og spredning, men oppfyller vilkåret til markedsverdi.

Klager viser til de refererte uttalelser i forarbeidene, og hevder at det særlig er brudd på lovbestemte opptaksvilkår, forankret i direktivforpliktelser «som hverken norske myndigheter eller Oslo Børs fritt kan fravike», som taler for å innvilge en strykningssøknad, mens vilkår oppstilt av børsen som utgangspunkt har mindre vekt. Klager viser til at det for opptak til børsnotering kun oppstilles fire vilkår i børsforskriften: Markedsverdi på over 8 millioner kroner, tre års historikk, fritt omsettelige aksjer og spredning på over 25 % blant allmennheten, jf. børsforskriften § 4. Ifølge klager antas tre års historikk og fritt omsettelige aksjer ikke å være relevant tema i strykningssaker, mens brudd på kravet om 25 % *spredning* må tillegges betydelig vekt.

Når det gjelder børsreglenes krav til *markedsverdi*, hevder klager at det på bakgrunn av forarbeidene har relativt mindre vekt i strykningsvurderingen, og at selskapets markedsverdi kun er et mål på selskapets størrelse, og ikke noe som medfører at selskapet nødvendigvis er mer eller mindre egnet for notering, «jf. bl.a. det faktum at det forskriftsbestemte minstekravet for notering er satt så lavt som 8 millioner kroner». Klager skriver at det «er da heller ikke noe i foreliggende kildemateriale som skulle tilsi en generelt høyere terskel for å stryke et stort selskap enn et lite selskap».

Klager viser til at opptaksreglenes krav til *antall aksjonærer* ikke er oppfylt, og mener dette taler for å innvilge strykningssøknaden, og «også er en medvirkende årsak til den svært lave likviditeten».

Når det særlig gjelder *regelmessig omsetning* er dette etter det klager kjenner til ikke praktisert som et selvstendig opptaksvilkår ved siden av kravet til spredning og aksjonærer, og heller ikke tillagt særlig vekt i tidligere strykningssøknader. Klager viser imidlertid til at det, som redegjort for i søknaden, er det «svært lav likviditet i EVERY-aksjen, og lavere enn det som var tilfelle i f.eks. Norman ASA-saken, der strykningssøknaden ble godkjent». Ifølge klager har den lave likviditeten kommet som direkte konsekvens av oppkjøpet og den eierkonstellasjon som har oppstått, og innebærer i seg selv en vesentlig endring.

Hensynet til minoritetsaksjonærene

Klager kan ikke se at hensynet til minoritetsaksjonærene taler tyngre mot strykning i denne saken enn i den rekke av de saker der Oslo Børs tidligere har innvilget strykning, snarere tvert i mot.

Klager påpeker før det første at andelen av selskapets aksjer som er spredt blant små minoritetsaksjonærer, utgjør kun ca. 0,3 % av selskapets aksjekapital. De aksjer som ikke eies

av oppkjøper, eies dermed for det alt vesentlige av et fåtall store institusjonelle investorer. Det er disse institusjonelle investorenes eierandel alene som forhindrer EVRY fra å nå 90 % eierandel med mulighet for tvangsinnløsning, mens de aksjene som eies av de små minoritetsaksjonærene ikke har noen betydning. Klager viser til at det i flere tidligere avgjørelser er lagt til grunn at hensynet til slike aksjonærer tillegges mindre vekt enn hensynet til mindre minoritetsaksjonærer, herunder i strykningssaken vedrørende Kristiansand Dyrepark ASA og 24seven Technology Group ASA.

For det andre er det ifølge klager ingen grunn til at terskelen for å stryke et selskap med i overkant av 600 aksjonærer skal være høyere enn terskelen for å stryke et lite selskap med færre aksjonærer:

Rent faktisk vil det i et selskap med flere aksjonærer være større sannsynlighet for at minoritetsaksjonærer av et visst antall mobiliserer motstand på generalforsamlingen. Men når dette ikke skjer, kan vi ikke se at normen for å stryke skulle være høyere kun som følge av antallet aksjonærer, jf. at dette tallet typisk bare vil være relativt til størrelsen på selskapet som søker strykning. Som minoritetsaksjonær er de hensyn som taler for en børsnotering noenlunde like uavhengig av dette, og man kan like gjerne si at den beskyttelsen som ligger i en børsnotering er særskilt viktig for aksjonærene i et lite selskap med få aksjonærer. Under enhver omstendighet er ikke et antall aksjonærer på i overkant av 600 spesielt høyt, jf. eksempelvis at det for opptak til børsnotering oppstilles et minstekrav på 500 aksjonærer som eier aksjer for minst 10 000 kroner. Oslo Børs innvilget da også eksempelvis strykning både i sakene vedrørende Fosen ASA og Comrod Communications ASA, til tross for at antallet gjenværende aksjonærer var høyere enn i EVRY (hhv. 1345 og 734 aksjonærer). I Kosmos-saken var det som angitt over tale om over 5 000 aksjonærer. Til sammenligning er det ca 650 aksjonærer i EVRY, hvorav 263 eier aksjer for over 10 000 kroner. Før EVRY-saken synes antallet gjenværende minoritetsaksjonærer ikke å være tillagt avgjørende betydning med mindre disse har protestert aktivt mot strykning gjennom bruk av stemmerett på selskapets generalforsamling.

For det tredje viser klager til børsens utsagn i vedtaket punkt 6.2 om at børs- og verdipapirlovgivningens regler om løpende og periodisk informasjonsplikt vil være av særlig nytte for minoritetsaksjonærene i en situasjon der det foretas endringer i selskapet initiert gjennom ny hovedeier, og klager anfører at endringer i ledelsesstruktur og styre etter at et oppkjøp er gjennomført vanskelig kan tale mot strykning, da en ny hovedeier nesten alltid vil gjøre slike endringer. Ifølge klager vil det i henhold til børsens praksis og øvrige uttalelser snarere tale for strykning at det gjennomføres større endringer.

For det fjerde mener klager at mulighetene for ytterligere svekket likviditet i selskapet etter strykning ikke tilsier at strykning ikke skal innvilges, herunder fordi børsen i praksis har lagt til grunn at den eventuelle ulempe mindre likviditet medfører typisk vil tillegges mindre vekt i situasjoner der likviditeten i selskapet allerede er lav, hvilket ifølge klager klart er situasjonen for EVRY etter oppkjøpet.

For det femte taler det ifølge klager med styrke for en strykning at minoritetsaksjonærene har fått «svært gode muligheter til å selge aksjene i EVRY til en kurs som den helt dominerende del av aksjonærmassen har ansett som akseptabel». Klager viser herunder bl.a. til at søknaden om strykning er fremsatt i umiddelbar forlengelse av oppkjøpet fra Lyngen, og at dette

oppkjøpet ble gjennomført etter en omfattende, strategisk salgs- og budprosess initiert av selskapets styre og dets tidligere hovedaksjonærer.

6.4 Forholdet til tidligere praksis og konsekvenser av vedtaket

Klager anfører at børsens vedtak representerer et klart brudd med tidligere strykingspraksis, og at avstemmingsvedtaket og øvrige forhold som ligger til grunn for selskapets søknad synes å tale sterkere for strykning enn til sakene Kristiansand Dyrepark ASA, Fosen ASA og Norman ASA omtalt i børsens vedtak. Klager viser til at den normen børsen har etablert gjennom nevnte tre sakene, og i hvilke situasjoner den kommer til anvendelse, ble oppsummert i den første saken om 24Seven Technology Group ASA fra 2013 [Vedtaket og uttalelser 2013 s. 56], der selskapet ble nektet strykning, og klager skriver følgende:

Det prosentvise flertallet som stemte for strykning i 24Seven Technology Group ASA-saken var sammenlignbart med de nevnte tre sakene. Det hadde imidlertid ikke vært noe foregående oppkjøpstilbud eller andre større endringer forut for søknaden. Selskapet var heller ikke i brudd med noen sentrale noteringsvilkår. Børsen påpekte i den forbindelse at det i slike tilfeller skal mer til for å etterkomme søknad om strykning. Børsen uttalte videre at det i slike tilfeller vil være særlig viktig å se hen til aksjonærenes holdning til strykningsspørsmålet slik dette kommer til uttrykk på generalforsamlingen, og å vektlegge eventuelle minoritetsaksjonærens interesse i fortsatt notering. Dette ettersom strykning i slike situasjoner, der det ikke har vært noe foregående oppkjøpstilbud eller andre større endringer forut for søknaden, vil være mindre påregnelig for aksjonærene som har investert i selskapet.

[...]

I EVRY har det vært en vesentlig endring i selskapet, i form av Lyngens oppkjøp, som har resultert i at antallet aksjonærer i selskapet har blitt redusert kraftig. Totalt 99,7 % av aksjene eies av en håndfull aksjonærer og selskapet oppfyller ikke lenger sentrale noteringsvilkår. Strykning av selskapets aksjer fra notering på Oslo Børs har også vært påregnelig for aksjonærene i EVRY; at man ville søke strykning ble kommunisert i både det frivillige og det pliktige tilbudsdokumentet fra Lyngen, og er normalt en konsekvens av slike oppkjøpsprosesser. Til tross for dette, stemte ingen av de små minoritetsaksjonærene mot strykning. Vi kan derfor ikke se at vurderingstemaet var annerledes i sakene om Kristiansand Dyrepark ASA, Fosen ASA og Norman ASA enn i EVRY-saken, slik børsen synes å indikere. Oppkjøpstilbudene i EVRY og endringen i aksjonærstrukturen utgjør nettopp slike relevante omstendigheter som børsen refererer til - "forutgående oppkjøpstilbud" og "fastlåst eierkonstellasjon". Det skillet børsen oppstiller var høyst relevant i saken vedrørende 24 Seven Technology ASA, men er overhodet ikke relevant for EVRY-saken.

Den eneste saken børsen i vedtaket viser til som en presedens der strykning ble nektet, er Kosmos-saken fra 1991. Denne er imidlertid av flere grunner ikke sammenlignbar med EVRY-saken. For det første ble ikke søknaden fra Kosmos fremmet på bakgrunn av et oppkjøp av selskapet, men kun etter fremsettelse av et pliktig tilbud som økte majoritetsaksjonærenes eierandel med 3,3 %. For det andre var det prosentvise flertallet på generalforsamlingen høyere i EVRY enn i Kosmos (ca. 88 % mot reelt ca. 95 %). For det tredje var antallet minoritetsaksjonærer langt høyere i Kosmos, 5 705 mot EVRYs 649. For det fjerde stemte samtlige tilstedeværende minoritetsaksjonærer som deltok på generalforsamlingen i Kosmos mot strykning, mens det av minoritetsaksjonærene som deltok på generalforsamlingen i EVRY kun var to store institusjonelle minoritetsaksjonærer som stemte mot strykning (og de små minoritetsaksjonærene stemte for). Det var altså en helt annen, og langt sterkere og bredere, motstand mot strykning i Kosmos-saken enn i den foreliggende saken.

Basert på den norm børsen har anvendt i tidligere saker, synes det i sum klart at resultatet i vår sak må bli strykning. Dette illustreres av oversikten vedlagt som Vedlegg 7, som gir en sammenligning mot tidligere kjente saker fra nyere tid der et selskap har søkt om strykning uten at én aksjonær eier over 90 %.

[...]

Den eneste årsaken til at EVRY ikke er innvilget strykning synes i sum å være antall gjenværende minoritetsaksjonærer. Dette til tross for at disse eier en svært lav andel av aksjekapitalen, at ingen av dem stemte mot strykning på generalforsamling (tvert i mot, de stemte for), at det allerede er svært lav likviditet i aksjen, at disse har fått flere exit-muligheter i umiddelbar tilknytning til strykningssøknaden og at de gjentatte ganger er varslet om muligheten for strykning. Konsekvensen av børsens vedtak i EVRY-saken, hvis det blir stående, er i realiteten at de retningslinjer som er utformet gjennom praksis, og det skillet som ble oppstilt og tydeliggjort så sent som i 24Seven Technology ASA-saken, ikke lenger er gyldige.

Klager anfører at børsens vedtak om å avslå strykningssøknaden dermed innebærer en tydelig endring av praksis for strykningssaker i tilfeller der en oppkjøper ikke har oppnådd 90 % akseptgrad. Ifølge klager er det uheldig at «en slik markant endring foretas gjennom vedtak i en enkeltsak», og bidrar til lite forutsigbarhet på et område der nettopp forutsigbarhet for aktørene er svært viktig. Klager mener at det imidlertid ikke fremgår av børsens vedtak at meningen har vært å endre tidligere praksis, og klager «ville også antatt at en slik vesentlig og prinsipiell endring ville vært behandlet av styret ved Oslo Børs».

Klager skriver videre:

Dersom børsens vedtak blir stående, representerer det videre ikke bare en markant endring av praksis, men også en favorisering av store minoritetsaksjonærer som er i posisjon til å blokkere tvangsinnløsning etter oppkjøp. Implikasjonen er at en slik blokkerende minoritet kan bruke selskapets kostnader og ressursbruk knyttet til en børsnotering som et forhandlingskort mot oppkjøper for å presse frem en høyere pris for sine aksjer enn det øvrige aksjonærer har akseptert under budet. En slik interesseforskyvning i oppkjøpers disfavør savner grunnlag i foreliggende rettskilder og de omkringliggende hensyn, og er etter vårt skjønn ikke i det norske kapitalmarkedets interesse.

Dersom en oppkjøper har oppnådd en eierandel tett opptil 90 %, er selskapet i utgangspunktet ikke egnet for fortsatt børsnotering. Dersom selskapet på denne bakgrunn ønsker strykning, bør selskapet som utgangspunkt bli tillatt strøket. Særlig må dette gjelde der minoritetsaksjonærene i alminnelighet ikke motsetter seg strykning ved å stemme mot på generalforsamling. Etableres det et prinsipp om at selskapet i slike situasjoner ikke blir tillatt strøket dersom – og alene av den grunn at – det gjenstår tilstrekkelig mange aksjonærer, vil det skapes en unødvendig usikkerhet for oppkjøpere. Eneste mulighet for selskapet og oppkjøper til å oppnå strykning og unngå fortsatt notering "i evighet" vil i så tilfelle være å tilby de gjenværende aksjonærene en ytterligere oppkjøpspremie, utover den de øvrige aksjonærer har mottatt. Dette blir særlig problematisk når de gjenværende små minoritetsaksjonærene eier en marginal del av aksjekapitalen (0,3 %), mens tvangsinnløsning blokkeres av et fåtall institusjonelle investorer. Konsekvensen kan være at lanserte frivillige bud oftere faller bort dersom oppkjøper ikke er i stand til å oppnå 90 % akseptgrad, og på sikt også til lavere akseptgrad og i ytterste konsekvens færre gjennomførte oppkjøp. En slik utvikling kan ikke være i noen markedsaktørers interesse.

De ovennevnte aspektene kan ikke sees å være vurdert av Oslo Børs. Avveining av interessene til oppkjøper kontra gjenværende aksjonærer reiser viktige spørsmål knyttet til effektiv kapitalallokering og mulighet for gjennomføring av restruktureringer. Den praksis børsen har ført de siste tiårene har etter vårt syn avvendt de kryssende hensyn på en god og forutsigbar måte.

Børsens vedtak om å avvise EVERYs søknad bryter med dette.

Klager mener også at børsens vedtak synes å etablere en atskillig strengere norm enn det som praktiseres i Sverige og viser til svenske regler og vedtak fra Aktiemarknadsnämnden.

7. Børsens merknader til klagen

Klagen ble ved brev 27. juli 2015 oversendt Børsklagenemnden for behandling sammen med børsens merknader til klagen. Børsen skriver blant annet følgende i sine merknader:

Utgangspunktet for saken er at en strykning av EVERY ikke må medføre vesentlig ulempe for aksjonærene eller markedets oppgaver og funksjon. Oslo Børs skal innenfor rammen av bestemmelsen i børsloven utøve et skjønn hvor man spesielt ser hen til interessene til minoritetsaksjonærene. Denne saken er ikke direkte parallell med tidligere strykningssaker behandlet av Oslo Børs. Oslo Børs kan ikke se at avslaget innebærer brudd med eller endring av tidligere praksis. Det som er spesielt med saken er den svært lave deltakelsen på generalforsamlingen der forslaget om strykning ble behandlet og det store antallet minoritetsaksjonærer i selskapet. I tidligere saker der søknader om strykning er avslått har det vært betydelig motstand mot strykning gjennom avstemning på generalforsamling der slikt forslag har vært behandlet.

[...]

Informasjonen om omsetningen og aktiviteten i ordreboken gir utrykk for at det ligger til rette for forsvarlig prisdannelse. Dette reduserer betydningen av spredning og antall aksjonærer når avveiningen av interessene for og i mot strykning skal foretas. Videre vil det være en klar ulempe for minoritetsaksjonærene i EVERY å miste tilgangen til dette fungerende markedet for omsetning som i dag eksisterer.

[...]

Sammensetningen av aksjonærmassen er relevant når hensynet til minoritetsaksjonærene og de ulemper en strykning vil medføre skal vurderes. Institusjonelle investorer bør være i bedre stand til å gjøre sine rettigheter som minoritetsaksjonærer gjeldende også dersom selskapet skulle bli strøket fra notering. Det innebærer dog ikke at det på generelt grunnlag skal ses bort i fra den institusjonelle investorens interesse i fortsatt notering, selv om hensynet til disse tillegges noe mer begrenset vekt enn for øvrige, mindre profesjonelle investorer.

[...]

Etter Oslo Børs vurdering er her ulempene for minoritetsaksjonærene så pass betydelige at ikke ville være forenelig med lovens kriterier for strykning å etterkomme søknaden. Det er et relativt stort antall aksjonærer (ca. 650, hvorav ca. 260 har verdi for over NOK 10.000) som ved en strykning vil miste det markedet for omsetning som i dag fungerer med ordreaktivitet og tilfredsstillende prisdannelse. Minoritetsaksjonærene i ERVY har videre behov for den beskyttelse som ligger i børs- og verdipapirlovgivningen og tilsynet med dette. Interessene til disse vil bli best ivaretatt gjennom fortsatt notering. Hensynet til minoritetsaksjonærene vil

naturlig nok stå i en motsetning til interessene til oppkjøpere som ikke lykkes med å oppnå tilstrekkelig aksept (90 %) av sine oppkjøpstilbud. Dersom en strykning av et selskap medfører vesentlig ulempe for aksjonærene skal søknader om strykning avslås selv om det er større og profesjonelle aksjonærer som er hovedårsaken til at tilbudet ikke oppnår tilstrekkelig aksept.

Børsen opprettholder på denne bakgrunn vedtaket.

8. Klagers merknader

I brev 10. august 2015 kommenterer klager børsens merknader.

Klager anfører at børsens begrunnelse for vedtaket er endret, og at vedtaket er ugyldig som følge av usaklig forskjellsbehandling. Klager presiserer at anførselen om usaklig forskjellsbehandling kommer i tillegg til anførselene i klagen, og at børsens vedtak bør oppheves uavhengig av om vedtaket anses ugyldig eller ikke.

Endring av begrunnelse

Klager gir uttrykk for at børsens vedtak om å avslå søknaden om strykning primært var begrunnet i at det i EVRY- saken ikke forelå andre forhold som tilsa strykning i tillegg til stemmefordelingen på generalforsamlingen, samt at det gjenværende antallet aksjonærer, og antall aksjonærer med investering av en viss størrelse, etter børsens syn var relativt høyt. Slik klager forstår det, er begrunnelsen for å avslå søknaden nå, etter børsens merknader, at «antallet tilstedeværende på generalforsamlingen var så lavt, samt at strykning har 'såpass betydelige ulemper' for et 'relativt stort antall' gjenværende aksjonærer», og «[b]ørsen viser til at det fremdeles eksisterer omsetning i aksjen, selv om den er meget begrenset».

Usaklig forskjellsbehandling

Klager forstår børsens merknader slik at avslaget ikke medfører brudd med eller endring av praksis, og at dette betyr at saken må vurderes på basis av tidligere praksis. Klager anfører at vedtaket på denne bakgrunn «ikke bare er mangelfullt vurdert og uheldig for det norske kapitalmarkedet som redegjort for i klagen, men også at det er ugyldig som følge av usaklig forskjellsbehandling».

Klager skriver videre at «det faktum at begrunnelsen for å avslå søknaden har endret seg underveis i prosessen som angitt over, indikerer at vedtaket ikke er godt nok begrunnet. De grunner som nå anføres har etter vårt skjønn ikke tilstrekkelig relevans og vekt til å begrunne et avslag på strykningssøknaden».

Når det gjelder børsens moment om at det var «svært lav deltakelse på generalforsamlingen», skriver klager at det for så vidt er riktig at dette er lavere enn i sammenlignbare saker, men at det «er etter vårt skjønn ikke noe moment som kan begrunn avslag på EVRYs strykningssøknad». Klager skriver at «for det første er forskjellen i antall fremmøtte ubetydelig», for det andre «stemte faktisk flertallet av de fremmøtte for strykning», «for det tredje har spørsmålet om antall tilstedeværende ikke tidligere vært vektlagt som et moment av betydning», «for det fjerde indikerer ikke et lavt antall tilstedeværende på generalforsamlingen at minoritetsaksjonærene motsetter seg strykning. Tvert om, indikerer et lavt oppmøte at det ikke er noen bred motstand mot strykning», og «for det femte er antall tilstedeværende på generalforsamlingen klart nok ikke noe relevant måleparameter i forhold til interesseavveiningen mellom selskapets ønske om å bli strøket og minoritetsaksjonærenes

interesse i fortsatt notering». Klager skriver videre at EVRY-saken ikke er et «nytt tilfelle» der børsen står fritt i sin tilnærming, men snarere et «nokså 'klassisk' tilfelle der det etter gjennomført oppkjøp kun er et lite knippe aksjonærer tilbake i selskapet som er så aktive og interesserte at de stiller på generalforsamlinger». Ifølge klager må børsen forholde seg til etablert praksis, der «tilnærmingen har vært ikke å legge vekt på antallet møtende aksjonærer, men – som børsen selv fremhever- kun avslå strykning i tilfeller det et var betydelig motstand mot strykningen på generalforsamlingen der forslaget ble behandlet».

Klager viser til at «den andre delen av begrunnelsen knytter seg som angitt til antallet gjenværende aksjonærer», og skriver at «[d]ette kan imidlertid ikke være noe avgjørende argument, jf. det faktum at det i Fosen ASA og for så vidt også Comrod Communications ASA var atskillig flere gjenværende aksjonærer (henholdsvis 1 345 og 734) uten at dette ble ansett som noe hinder for å stryke selskapene fra notering, eller for dens saks skyld ble problematisert av børsen». Klager gjennomgår eiersammensetningen i selskapet og skriver at vi at «vi forstår det slik at det dermed er enighet om at det ikke er dekkende når det i vedtaket står at 6% er spredt på 650 aksjonærer». Klager skriver videre at «å si at selskapet har 'et relativt stort antall aksjonærer' er kun dekkende om man sammenligner med selskapene på Oslo Axess og de mindre selskapene på Oslo Børs. Men EVRY er et betydelig selskap, og det store flertallet av disse aksjonærene er altså svært små poster».

Når det gjelder likviditeten i aksjen mener klager at «selv de lave tallene oppgitt av børsen» gir et «helt misvisende bilde av den reelle likviditeten i aksjen». Klager gjennomgår tallene for daglig omsetning og skriver blant annet at «[d]en reelle daglig likviditeten i aksjen som har betydning for minoritetsaksjonærer som ønsker å kjøpe eller selge aksjer, er dermed i området rundet 10 000 kroner, tilsvarende et sted mellom 600 og 700 aksjer.» og «[d]et er samlet sett ikke mulig å karakterisere aktiviteten i EVRY-aksjen som et fungerende annenhåndsmarked, særlig sett hen til at EVRY har en markedsverdi på mer enn kr 4 milliarder. De fundamentale forutsetningene for en riktig prising av EVRY-aksjen er ikke lenger tilstede. Oslo Børs har i tidligere saker strøket selskaper med atskillig høyre likviditet enn dette, jf. eksempelvis Normann ASA-saken som nærmere redegjort for i søknaden».

Prinsipielt og avslutningsvis gir klager blant annet uttrykk for at det vil være uheldig å legge avgjørende vekt på det nominelle antallet aksjonærer, og at dette herunder gjør det vanskelig for store børsnoterte selskap å søke styrkning, og medfører en særnorsk praksis som muliggjør at et eller flere hedgefond aktivt kan motarbeide strykning for å oppnå en høyere tilbudspris. Ifølge klager scorer EVRY, målt etter alle de kriterier som tidligere har vært vektlagt i praksis, høyere i favør av strykning enn noen av de sammenliknbare sakene, og det foreligger heller ingen andre særskilte forhold ved denne saken som skulle innebære at minoriteten har større behov for videreføring av børsnoteringen enn i tidligere saker der Oslo Børs har innvilget strykning. Videre mener klager at børsen har lagt for lite vekt på hensynet til markedets integritet, og til de funksjoner som skal ivaretas gjennom børsnotering, og at børsen ikke har drøftet og vurdert EVRYs interesse i å bli strøket fra notering etter å ha blitt kjøpt opp av Lyngen. Klager skriver at «[r]ealiteten i saken er at de minoritetsaksjonærer børsen forfekter å beskytte, ikke protesterte mot vedtaket i generalforsamlingen, og at den reelle interessen børsen ivaretar, er interessen til de to aksjonærene som slik det fortøner seg for oss – har 'kjøpt seg inn' i en oppkjøpssituasjon med sikte på å presse frem en overpris ved å motsette seg strykning, og det lille knippe institusjonell investorer som har hengt seg på og spekulerer i at strategien vil lykkes».

I brev 13. august 2015 har børsen kommet med en kort tilleggsbemerkning til klagers merknader.

9. Børsklagenemndens vurdering

Børsklagenemnden skal bemerke:

Ordlyden i børsloven av 2007 § 25 første ledd om strykning av finansielle instrumenter er utformet med sikte på strykning som et virkemiddel fra børsens side. Strykning «kan» skje dersom det finansielle instrumentet «ikke lenger tilfredsstillende det regulerte markedets vilkår eller regler» eller «særlige grunner for øvrig tilsier det». I bestemmelsens andre punktum er fastsatt at strykning likevel ikke kan skje dersom dette kan ventes å medføre «vesentlig ulempe» for eierne av instrumentet eller for markedets oppgaver og funksjon. Situasjonen hvor et selskap søker om strykning er ikke uttrykkelig omtalt. Dette må ses i sammenheng med at bestemmelsen skulle gjennomføre bestemmelser i MiFID i norsk rett.

Bestemmelsen er likevel vid nok til i utgangspunktet også å omfatte de såkalte frivillige strykninger. Det fremgår av forarbeidene at gjeldende praksis skulle videreføres og at de tidligere bestemmelsene om strykning etter søknad kunne videreføres ved den hjemmel som ble gitt i fjerde ledd i § 25 til å gi nærmere regler om suspensjon og strykning, jf. NOU 2006: 3 om markeder for finansielle instrumenter side 141, som vist til i Ot.prp. nr. 34 for 2006-2007 side 452. I tråd med dette bestemmer de løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper fra 2013 i punkt 15.1 fjerde ledd at et selskap kan søke om at dets aksjer blir strøket fra børsnoteringen dersom generalforsamlingen har besluttet dette med flertall som ved vedtektsendringer. Denne bestemmelsen tilsvarer § 4-10 andre ledd i børsloven fra 1988. I forarbeidene til den fremgikk at en søknad om å bli strøket ikke uten videre bør etterkommes, men at børsen også i slike tilfeller må foreta en selvstendig og konkret vurdering av spørsmålet, jf. Ot. prp. nr. 83 for 1986-1987 side 70. På side 106 i proposisjonen bemerket departementet at «spørsmålet om strykning vil måtte vurderes dersom vilkårene for opptak til notering ikke lenger skulle foreligge».

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

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

EVRY har anført at selskapet ikke lenger er egnet for notering. Hovedpunktene i begrunnelsen for søknaden er at en stor aksjonær eier hele 88 % av aksjene og at det ikke er utsikt til ytterligere spredning. Bare to aksjonærer, begge institusjonelle, stemte i mot strykning ved behandlingen i generalforsamlingen. Selskapet har ikke behov for eller ønske om notering for tilgang til kapital. Det er begrenset likviditet i selskapets aksjer og liten

interesse for selskapet på kapitalmarkedet. Mindretallsaksjonærene er gitt exitmuligheter ved frivillig og pliktig tilbud, noe som også førte til at antallet aksjonærer ble betydelig redusert. Eierkonstellasjonen er fastlåst.

Mot dette står minoritetsaksjonærenes interesser og behov. De vil miste den beskyttelsen som ligger i børs- og verdipapirhandellovens bestemmelser, herunder om informasjonsplikt og rapportering, og dessuten handelsapparatet med investorbeskyttelse og gjennomlysning av handler. Dette er interesser som normalt inngår forutsetningsvis ved erverv av aksjer på regulert marked.

Det dreier seg i dette tilfellet om et selskap med ca. 650 aksjonærer, hvorav ca. 260 har aksjer med verdi over NOK 10 000. Verdien av aksjene som ikke er eid av Lyngen utgjør totalt om lag NOK 480 millioner. Om sammensetningen av aksjonærmassen er det gitt følgende opplysninger i Oslo Børs merknader til klagen fra EVRY, oversendt 27. juli 2015:

Det er totalt 12 % av aksjene som eies av andre enn hovedaksjonæren. De to aksjonærene som stemte mot forslaget om strykning, Polygon European Equity Opportunity Master Fund og Blackwell Partners LLC (samlet 4,42 %), må anses å være institusjonelle investorer. Det samme gjelder Skandinaviske Enskilda Banken AB (publ) (3,11), Danske Bank (1,31 %) og Deutsche Bank (0,03 %). Til sammen utgjør disse 8,87 % av totalt antall aksjer. Det er en viss mulighet for at underliggende aksjonærer bak forvalterkonti også er slike, men det er mer usikkert. Det er to større forvalterkontoer – registrert på Societe Generale (1,90 %) og JP Morgan (0,93 %) der underliggende aksjonærer ikke er kjent.

Børsklagenemnden legger dette til grunn og viser for øvrig til tabell samme sted over de 15 største aksjonærene pr. 26. juni 2015. EVRY opplyser i brevet 10. august 2015 at selskapet i etterkant av at klagen ble sendt har fått opplyst at de 2 486 000 aksjene som er registrert på forvalterkonto hos JP Morgan Chase Bank, N.A. eies av Credit Suisse. Dette er ikke bestridt i børsens sluttmerknader.

I praksis er det lagt vekt på om minoritetsaksjonærene, iallfall en betydelig del av dem, protesterer mot strykning eller om de aksepterer det eller ikke har innvendinger. Generelt sett kan det være god grunn til å se hen til aksjonærenes holdning til spørsmålet. Aksjonærer som aksepterer strykning, vil det normalt ikke være grunn til å verne ved interesseavveiningen, mens situasjonen vil kunne være annerledes dersom det er bred motstand.

Alle aksjonærene var orientert på ulike måter om at spørsmålet om strykning skulle opp til behandling på generalforsamlingen. Få aksjonærer møtte. Bare seks aksjonærer avga stemme, Lyngen stemte for. Det samme gjorde tre småaksjonærer. De to øvrige, Polygon European Equity Opportunity Master Fund og Blackwell Partners LLC, to institusjonelle minoritetsaksjonærer, stemte mot.

Om likviditeten og handelen i aksjen opplyser Oslo Børs i vedtaket:

Markedsverdien av selskapet er i dag ca. NOK 4,1 milliarder. Selskapets markedsverdi ligger dermed langt over minstekravet for notering på Oslo Børs (NOK 300 millioner), og sammenholdt med den relativt spredte eierstrukturen bør det kunne være like gode muligheter for likviditet i aksjen som mange andre selskaper notert på Oslo Børs. I perioden 11.5.2015 til 11.6.2015 har det vært omsatt 90.075 aksjer til en samlet verdi av NOK 1.333.104. Volum vektet snittkurs for perioden (vwap) er NOK 14,79. Med unntak av noen minutter enkelte dager har det kontinuerlig ligget ordrer (kjøper og selger ordre) i ordreboken som har dannet et prisbilde for aksjen. Spread (differansen i ordreboken mellom beste kjøper og selger) har i

perioden hovedsakelig ligget rundt 0,6 kr eller lavere. Totalt har 15 medlemmer deltatt i gjennomføring av handler. Høyeste og laveste kurs i perioden har vært henholdsvis NOK 15,50 og NOK 14,40. Volumet i aksjen har et daglig gjennomsnitt på 4.094 aksjer tilsvarende NOK 60.595.

Børsklagenemnden bemerker at vurdert opp mot EVRYs betydelige markedsverdi er handelen forsvinnende lav, og det kan ikke forventes noen betydelig omsetning. Opplysningene om omsetningen og aktiviteten i ordreboken indikerer likevel at det ligger til rette for en viss prisdannelse. At interessen i aksjen er motivert av spekulasjoner om selskapet vil bli strøket eller et høyere tilbud vil bli fremsatt, er det ikke nærmere holdepunkter for.

EVRY oppfyller i dag ikke noteringsvilkårene da kravene til spredning (25%) og antall aksjonærer (500 over NOK 10 000) ikke er oppfylt. Dette er krav som normalt vil ha betydning for handelen og prisdannelsen. Selskapet ville ikke ha blitt tatt opp til notering på Oslo Børs med dagens aksjonærstruktur.

Endelig nevner Børsklagenemnden at minoritetsaksjonærene er gitt mulighet til å tre ut av selskapet ved først et frivillig og senere et pliktig tilbud. Det pliktige tilbudet ble gitt etter møtet i generalforsamlingen til behandling av strykningsspørsmålet. Som en konsekvens av oppkjøpet og at man ikke oppnådde 90 % akseptgrad, må det i dag sies å foreligge en fastlåst eierkonstellasjon.

EVRY gjør i klagen og i bemerkningene til børsens merknader til klagen gjeldende en rekke anførsler mot vedtaket om avslag på søknaden om strykning. Således er gjort gjeldende at vedtaket er basert på uriktige faktiske forutsetninger, at det strider mot etablert praksis og at det foreligger usaklig forskjellsbehandling som bør lede til ugyldighet, iallfall til opphevelse. Det er også anført at børsen i merknadene til klagen har endret begrunnelsen for vedtaket.

Når det gjelder det som uttales i vedtaket om den prosentvise stemmefordeling for og mot strykning i denne og andre saker som er trukket frem for å underbygge anførselen om forskjellsbehandling, fremgår det av vedtaket at børsen har bygget på stemmerettsreglene i verdipapirhandelovens § 6-8 femte ledd, men også vært klar over at andel stemmer for strykning ville ha vært 95,21 % dersom Lyngen kunne ha stemt for alle sine aksjer. Oslo Børs har videre i merknadene til klagen redegjort nærmere for aksjonærmassen etter de supplerende opplysningene i klagen fra EVRY og har etter ny vurdering ikke funnet at opplysningene gir grunn til å endre vedtaket. Selv om det er en viss usikkerhet forbundet med opplysningene, kan Børsklagenemnden ikke se at det foreligger feil ved faktum som kan antas å ha hatt betydning for børsens resultat.

Børsklagenemnden kan heller ikke se at Oslo Børs vurderinger er klart endret fra det opprinnelige vedtaket til merknadene til klagen. Når det i vedtaket av 15. juni 2015 under punkt 6.1 om selskapets interesse er uttalt at det i tilfeller hvor selskapet ikke kan vise til at det har gjennomgått endringer som resulterer i brudd på noteringsvilkår eller tilsvarende særlige omstendigheter, skal mer til for å innvilge en søknad, synes dette å referere seg til det som er uttalt om at:

Selskapet er ikke i brudd med andre opptakskrav enn kravene til fri flyt og spredning. Det er en rekke selskaper notert på Oslo Børs og Oslo Axess som etter notering har endringer i eierstruktur som medfører at disse opptakskravene ikke er oppfylt. Likviditeten i selskapet er lav, men den er ikke så lav at dette i seg selv medfører at selskapet ikke er egnet for notering. Det foreligger ingen opplysninger som tilsier at det foreligger vesentlige brudd på løpende

forpliktelser eller forhold som skulle medføre at selskapet ikke er i stand til å ivareta sine forpliktelser som et børsnotert selskap.

At selskapet i dag ikke ville ha blitt notert, har børsen således ikke ansett å ha særlig betydning slik forholdene her ligger an. For øvrig er merknadene utformet i lys av anførselene i klagen. Det sentrale så vel i vedtaket som i merknadene er hensynet til minoritetsaksjonærene og vurderingen av deres interesser, sammenholdt med andre momenter som handelen i aksjen med videre.

Forholdet til praksis i saker om strykning etter søknad fra selskapet er bredt omtalt i klagen og i EVRYs svar på børsens merknader til klagen. Børsklagenemnden bemerker at Oslo Børs ved sin myndighetsutøvelse etter børsloven § 25 og tilhørende regelverk plikter å behandle selskapene likt så langt de relevante, faktiske forhold i sakene er like. Praksis kan legges om dersom dette ligger innenfor hjemmelsgrunnlaget, men vedtaket i denne saken er ikke ansett å innebære praksisomlegging. Foreligger det ugrunnet eller usaklig forskjellsbehandling, kan dette medføre ugyldighet. Praksis kan også belyse hensynene i en sak.

Avgjørelsen i denne typen saker beror som redegjort for innledningsvis på et bredt skjønn. Det skal foretas en interesseavveining og nærmere vurdering av ulike momenter. Vekten av de ulike momentene vil avhenge av de nærmere omstendighetene. Noen faste kriterier for skjønnet for eksempel i form av andel eller antall minoritetsaksjonærer eller nærmere om aksjonærsammensetningen, likviditet og handel er ikke oppstilt i regelverket eller klart trukket opp i praksis. Faktum i slike saker vil sjelden være helt likt, noe det heller ikke er her, og i grensetilfeller kan det forhold at strykning tillates i en sak, ikke uten videre gi andre selskaper noe rettskrav på strykning, selv om det skulle være atskillige likhetstrekk. At en avgjørelse er streng, og strengere enn det man tidligere har eksempler på, innebærer heller ikke uten videre noen forskjellsbehandling som medfører ugyldighet.

De tidligere sakene som er påberopt i denne saken gjelder Kristiansand Dyrepark ASA, vedtak og uttalelser 2004 side 63, Fosen ASA, vedtak og uttalelser 2008 side 26 og Norman ASA, vedtak og uttalelser 2009 side 46. Stemmemfordelingen i disse sakene var henholdsvis 85 % for og 15 % mot, 87,6 % for og 12,4 % mot og 87,57 % for og 12,43 % mot. I disse tre sakene ble søknad om strykning innvilget. Børsen har på sin side trukket frem en avgjørelse som gjaldt Kosmos AS, vedtak av 30. april 1991, der søknad om strykning ble avslått (88 % for, 12 % mot) ved siden av at det mer generelt er vist til saken om 24seven Technology Group ASA om avslag på søknad om strykning fra Oslo Axess, vedtak og uttalelser 2013 side 56.

Oslo Børs har pekt på at det i de tre påberopte sakene også var andre forhold som tilsa strykning og ble tillagt vesentlig vekt, herunder at selskapet hadde gjennomgått store endringer som resulterte i brudd på noteringsvilkår, fastlåst eierkonstellasjon, forutgående oppkjøpstilbud og fusjon betinget av strykning. Enkelte av disse momentene gjør seg også gjeldende i foreliggende sak. Av vedtakene fremgår at avgjørelsene har berodd på et skjønn der Oslo Børs etter en samlet vurdering kom til at hensynet til de små minoritetsaksjonærene ikke talte tilstrekkelig tungt mot strykning. Avgjørelsene synes også å ha vært grensetilfeller som påpekt uttrykkelig i saken om Norman ASA. EVRY anfører at det ikke har forekommet tidligere at selskap der en aksjonær eier 88 % av aksjene ikke har fått innvilget sin søknad. Etter Børsklagenemndens syn gir dette ikke grunnlag for å hevde at det har skjedd en praksisomlegging, og det som foreligger av praksis kan etter Børsklagenemndens syn i det hele ikke gi EVRY noe rettskrav på å få sin søknad innvilget.

Men børsens praksis vil, som nevnt, også kunne belyse skjønnsutøvelsen. Oslo Børs' avgjørelse i denne saken er streng, strengere enn de tidligere vedtakene som nemnden er kjent med. Dette er tydeliggjort ved de opplysningene om sammensetningen av minoriteten som har kommet frem under klagebehandlingen. Selv om det er gode grunner for å legge terskelen for vern av minoritetsaksjonærer høyt, er det ikke dekning i rettskildene for at det skal være tilnærmet umulig å få strøket et selskaps aksjer fra notering med mindre man eier 90 % av aksjene og kan tvangsinnløse minoritetsaksjonærene.

Ca. 12 % av aksjene i selskapet eies av andre enn Lyngen. Etter det som nå er opplyst er dette i det alt vesentlige institusjonelle investorer. Polygon European Equity Opportunity Master Fund og Blackwell Partners LLC eier samlet 4,42 % og Skandinaviska Enskilda Banken AB, Danske Bank, Deutsche Bank og Credit Suisse samlet 5,38%. Det er overveiende sannsynlig at også flere underliggende aksjonærer er institusjonelle. Den andelen som eies av aksjonærer som ikke kan betegnes som profesjonelle – småaksjonærene – er således meget liten, selv om det er et visst antall aksjonærer, jf. at selskapet har rundt 650 aksjonærer.

Et tema i saken har vært hva man kan slutte av stemmegivningen på generalforsamlingen om minoritetsaksjonærenes holdning til spørsmålet om strykning og betydningen av dette.

Av småaksjonærene møtte tre på generalforsamlingen og stemte for strykning. Dette er så få at Børsklagenemnden ikke finner å kunne tillegge deres stemmegivning vekt. De aller fleste småaksjonærene møtte ikke. Etter Børsklagenemndens syn kan man ikke ut fra den lave deltakelsen utlede noen tilslutning til strykningen fra de småaksjonærene som ikke møtte. På den andre siden kan heller ikke det motsatte legges til grunn. Spørsmålet må da vurderes ut fra mer allmenne vurderinger av den beskyttelsen som ligger i børs- og verdipapirrettens regelverk, uten vektlegging av småaksjonærenes holdning til strykning.

Når det gjelder de institusjonelle aksjonærene, er situasjonen annerledes. De vil være bedre i stand til å ivareta sine interesser, også etter en strykning. Børsklagenemnden kan likevel ikke se at det bør ses helt bort fra deres interesser. De kan ha en viss vekt, men vil normalt ikke være så tungtveiende.

De to selskapene som møtte og stemte mot strykning på generalforsamlingen eier samlet 4,42 % av aksjene, de øvrige institusjonelle minoritetsaksjonærene en noe større andel. Det må kunne forventes at institusjonelle aksjonærer møter og stemmer dersom de er motstandere av strykning. Børsklagenemnden må således legge til grunn at synet på strykning var delt blant de institusjonelle aksjonærene. Det er da vanskelig å se at hensynet til dem bør ha særlig vekt i saken.

Det som man etter dette står igjen med som det sentrale ved interesseavveiningen, er selskapets interesse i å bli strøket mot interessene til småaksjonærene.

Selskapet har etter oppkjøpet en stor hovedaksjonær, 88 % eierandel, som ønsker selskapets aksjer strøket fra notering – en interesse som må hensyntas.

Etter Børsklagenemndens syn må det tillegges vekt at småaksjonærenes andel av aksjene er meget liten, selv om antallet småaksjonærer ikke er ubetydelig. Det er riktignok fortsatt en viss likviditet i aksjen som kan ha betydning for dem. Men vekten av dette begrenses noe av at omsetningen er særdeles liten i forhold til selskapets størrelse og verdi. Det har videre betydning at minoritetsaksjonærene er gitt mulighet til å tre ut av selskapet, først ved det

frivillige tilbudet, og ikke minst ved det pliktige tilbudet etter generalforsamlingen. De kunne da ikke basere seg på at børsen ville nekte strykning. Det er også en kjensgjerning at ingen av småaksjonærene protesterte mot strykning. Hvilken betydning det ville ha hatt om det hadde vært betydelige protester, har Børsklagenemnden ikke foranledning til å gå inn på her.

Strykning er åpenbart ikke en vesentlig ulempe for markedets oppgaver og funksjon. Samlet sett er nemnden kommet til at det heller ikke kan sies å være en vesentlig ulempe for minoritetsaksjonærene.

Klagen tas etter dette til følge. Børsens vedtak oppheves og strykning innvilges.

Tidspunktet for strykningen må fastsettes av Oslo Børs.

Børsklagenemnden fatter etter dette slikt enstemmig

vedtak:

Oslo Børs ASAs vedtak 15. juni 2015 om å avslå søknad om strykning av EVRY ASAs aksjer fra notering på Oslo Børs oppheves. Søknaden innvilges.



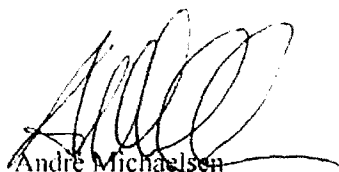
Liv Gjelstad



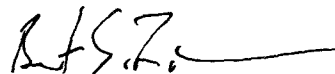
Espen Klitzing



Christian Lund



André Michaelsen



Bernt Zakariassen