

# **BØRSKLAGENEMNDEN – SAK 2/2015**

Beslutning 2. oktober 2015 om begjæring fra Polygon Global Partners LLP om utsatt iverksetting av Børsklagenemndens vedtak 24. august 2015 om å tillate strykning av EVRY ASA fra notering på Oslo Børs, jf. børsloven § 40 jf. forvaltningsloven § 42.

## **1. Sakens bakgrunn og Børsklagenemndens sammensetning**

Børsklagenemnden fattet 24. august 2015, med hjemmel i børsloven § 25, jf. løpende forpliktelser punkt 15.1 fjerde ledd, vedtak («**vedtaket**») med slik konklusjon:

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.

I vedtaket fremgikk det at «tidspunktet for strykningen må fastsettes av Oslo Børs». Oslo Børs ASA («**Oslo Børs**») har satt strykningstidspunktet til 28. oktober 2015.

Polygon Global Partners LLP («**Polygon**») begjærte i brev 17. september 2015 («**begjæringen**») om at Oslo Børs beslutter utsatt iverksetting av vedtaket under henvisning til børsloven § 40 jf. forvaltningsloven § 42.

Oslo Børs overførte saken til Børsklagenemnden i brev 25. september 2015.

EVRY ASA («**EVRY**» eller «**selskapet**») innga kommentar til begjæringen i brev 25. og 29. september 2015.

Polygon ga ytterligere kommentarer i brev 28. og 30. september 2015

Børsklagenemnden har behandlet saken ved sirkulasjon av sakspapirer. Ved behandlingen deltok Christian Lund (leder), Espen Klitzing, Andre Michaelsen, Bernt Zakariassen og Cecilie Østensen Berglund.

## **2. Om Polygon**

I begjæringen gis følgende omtale av Polygon:

Polygon Global Partners LLP ('Polygon') is the investment manager for the Polygon European Equity Opportunity Master Fund and certain client accounts which collectively hold approximately 4,4% of the shares and voting rights of EVRY. Polygon is authorised and regulated by the United Kingdom Financial Conduct Authority.

## **3. Rettslig grunnlag**

Ifølge børsloven § 40 første punktum kommer blant annet forvaltningsloven § 42 til anvendelse når børs treffer avgjørelser etter børsloven § 25 mv.

Forvaltningsloven § 42 lyder som følger:

**§ 42.(utsatt iverksetting av vedtak).**

Underinstansen, klageinstans eller annet overordnet organ kan beslutte at vedtak ikke skal iverksettes før klagefristen er ute eller klagen er avgjort. Når en part eller en annen med rettslig klageinteresse akter å gå til søksmål eller har reist søksmål for å få vedtaket prøvd ved domstol, kan organ som nevnt utsette iverksettingen til det foreligger endelig dom. Det samme gjelder når en part eller en annen med rettslig klageinteresse akter å bringe eller har brakt en sak inn for Stortingets ombudsmann for forvaltningen. Anmodninger om utsetting skal avgjøres snarest mulig. For øvrig gjelder det som er bestemt i annen lovgivning om utsettende virkning av klage, søksmål m.m.

Det kan settes vilkår for utsettingen. Avslag på anmodning om utsetting skal være grunnlagt. Begrunnelse skal gis samtidig med avslaget.

## **4. Polygons anførsler**

I begjæringen 17. september 2015 opplyser Polygon, representert ved advokatfirmaet Kluge, at «Polygon intends to take legal actions to contest the Appeals Committee's decision in accordance with the Norwegian Stock Exchange Act Section 43» og ber om utsatt iverksetting av vedtaket «until a final judgement from the courts is received».

Ifølge Polygon var børsens vedtak om å nekte strykning av EVRY korrekt, og Børsklagenemndens vedtak inneholder «so many errors that it is invalid». Børsklagenemndens vedtak er ifølge Polygon grunnet på gal anvendelse av loven hva gjelder annet punktum av børsloven § 25 første ledd. Polygon viser til at børsloven ikke tillater strykning av et instrument hvis strykningen «kan ventes å medføre vesentlig ulempe for eierne av instrumentet», og anfører at begrunnelsen i vedtaket ikke inneholder en isolert vurdering av om strykningen innebærer slik ulempe. Polygon anfører videre at Børsklagenemndens vedtak er «based on several wrongful facts; errors that are clearly likely to have had bearing on the Committee's conclusion».

Polygon mener en strykning vil ha betydelige negative konsekvenser for Polygon og flere andre aksjonærer, og at aksjene etter at strykningen er effektiv ikke kan noteres igjen uten at selskapet involveres. Polygon anfører på denne bakgrunn at en feilaktig strykning er irreversibel og at et erstatningskrav for mulig ugyldig strykning lite trolig kan kompensere det faktiske tapet for minoritetsaksjonærene.

Polygon er innforstått med at EVRY har interesse i å bli strøket, spesielt hva gjelder direkte og indirekte kostnader ved å være notert. For det tilfellet Polygon ikke får medhold i søksmålet, tilbyr derfor Polygon å «guarantee for an amount to cover the listing fees to Oslo Børs, and a sum covering investor relations costs related to preparing announcements and reports etc. until a final judgement in the lawsuit».

Polygon er kjent med at Børsklagenemnden i en rekke vedtak senest i 2009 (sak5/2009) har kommet til at minoritetsaksjonærer ikke kan påklage vedtak vedrørende strykning, jf. forvaltningsloven § 28. Polygon mener imidlertid at de vil ha rettslig interesse i å reise søksmål mot Oslo Børs vedr. strykning av EVRY og begrunner dette blant annet med at vedtaket ellers ville være unntatt fra domstolskontroll, fordi selskapet selv ikke har noen interesse i å få det overprøvd.

## 5. EVRYs merknader til begjæringen

EVRY, representert ved advokatfirmaet Schjødt, oppsummerer sine merknader til begjæringen som følger i brev 25. september 2015:

- Det følger av konsistent praksis fra Børsklagenemnden at en minoritetsaksjonær ikke har rettslig klageinteresse. Vurderingen er solid fundert i rettskildematerialet og de omkringliggende hensyn.
- Det er ikke grunnlag i rettsregler, praksis eller relevante hensyn for at en minoritetsaksjonær som har blitt nedstemt i generalforsamlingen gjennom et krav om utsatt iverksettelse skal få anledning til å tilsidesette aksjonærflertallets og selskapets ønske om strykning.
- På denne bakgrunn må anmodning om utsatt iverksettelse avslås.
- Subsidiert er det heller ikke *materielt* grunnlag for å etterkomme Polygons krav. Børsklagenemndens vedtak inneholder en grundig vurdering av sakens faktiske og rettslige sider, etter en omfattende klageprosess med bred kontradiksjon mellom Oslo Børs og EVRY. Polygon har ikke påvist noen relevante rettslige eller faktiske feil i vedtaket. Børsklagenemndens utøvelse av forvaltningssskjønnet er ikke gjenstand for domstolsprøvelse.
- Oslo Børs har satt strykningstidspunktet relativt langt frem i tid, noe som gir aksjonærene godt med tid til å selge seg ut eller innrette seg på andre måter.
- Etter gjennomføring av oppkjøpet fra Lyngen har EVRY et legitimt ønske om å bli strøket fra børsnotering. Polygon er som stor institusjonell investor i stand til å ivareta sine interesser, og har ingen sterk interesse i at noteringen videreføres som kan oppveie de ulemper EVRY påføres.
- Polygon postulerer uten nærmere begrunnelse at det i praksis ikke er mulig å reversere en strykning. Dette er imidlertid det motsatte av det styret ved Oslo Børs tidligere har lagt til grunn.
- Det ville ikke bare være i strid med reglenes systematikk og etablert praksis men, også sterkt urimelig, om én enkeltaksjonær skulle få anledning til å obstruere en strykning som er forankret i selskapets organer og innvilget av Børsklagenemnden gjennom et materielt grunnløst søksmål.

EVRY utdyper enkelte av ovennevnte punkter, herunder spørsmålet om rettslig klageinteresse og om det er materielt grunnlag for utsatt iverksettelse. Når det gjelder rettslig klageinteresse, tar Polygon ifølge EVRY feil rettslig utgangspunkt når det viser til tvisteloven § 1-3 og kilder vedrørende denne. EVRY mener riktig hjemmel er forvaltningsloven § 42 og vurderingen av om Polygon har *rettslig klageinteresse*. EVRY viser til drøftingen av dette spørsmålet i Børsklagenemndens vedtak 5/2009, og slutter seg til begrunnelsen som gitt i dette vedtaket. Når det gjelder subsidiære anførsler om det materielle grunnlaget for utsatt iverksettelse, kan Polygons krav ifølge EVRY fremstå som en «treneringsoperasjon» som omtalt i Frihagens forvaltningsrett 2. utg. 2009 s. 313, herunder anfører EVRY at Polygon ikke har fremført noen prosedable argumenter for at vedtaket er ugyldig, og langt mindre sannsynliggjort at det foreligger ugyldighet.

EVERY viser til at Polygon i brevet uttrykker vilje til å garantere for noe av kostnadene ved å være børsnotert. Hvilken forpliktelse som reelt ligger i dette fremstår som uklart for EVERY, og de skriver at «under enhver omstendighet er en slik garanti kun egnet til å oppveie enkelte av de direkte kostnadene forbundet med børsnoteringen uten å avbøte de kompliserende forholdene ved å være børsnotert» som nærmere beskrevet i brevet fra EVERY.

EVERY kan ikke se at Polygon har forsøkt å begrunne nærmere hvilken interesse de har i å unngå at EVERY blir strøket fra børsnotering i tråd med Børsklagenemndens vedtak, og EVERY redegjør nærmere for sitt syn på vurderingen av denne interessen.

EVERY anmoder avslutningsvis om at Polygon pålegges å dekke EVERYs kostnader knyttet til anmodningen om utsatt iverksettelse, jf. børsforskriften §§ 38 og 40.

## **6. Polygons merknader**

I brev 28. september 2015 gir Polygon ytterligere merknader til begjæringen og til EVERYs brev 25. september 2015.

Polygon viser innledningsvis til at de på vegne av investorer har betydelige midler investert i EVERY, og at investeringen er gjort i tiltro til at EVERY ville være børsnotert. Polygon mener EVERY bør verdsettes langt over Apax' tilbud, og at gjennom fortsatt børsnotering vil Polygon kunne ta del i dette avkastningspotensialet. Polygon mener de ivaretar sine interesser på en naturlig og legitim måte, og bestrider EVERYs karakterisering av begjæringen som en «treneringsoperasjon» mv.

### Rettslig interesse

Polygon gir følgende beskrivelse av rettslig utgangspunkt:

Etter forvaltningsloven § 42 er det som påpekt i Evrys brev et vilkår for utsatt iverksettelse at Polygon har rettslig klageinteresse i henhold til forvaltningsloven § 28. For at Polygons planlagte søksmål skal prøves og således ha relevans for begjæringen om utsatt iverksettelse, må Polygon også ha rettslig interesse etter tvisteloven § 1-3. Som regel er det slik at den som har rettslig interesse også har rettslig klageinteresse, men det erkjennes at dette ikke nødvendigvis er sammenfallende. Forarbeidene til § 42 er ikke tydelige på hva som har vært intensjonen ettersom begrepene brukes om hverandre, jf. Ot. prp. nr. 75 (1993-94) kap. 19. Det fremstår som lite hensiktsmessig om Polygon anses å ha rettslig interesse, men ikke rettslig klageinteresse, slik at Børsklagenemnden er avskåret fra å vurdere begjæringen. Polygon ønsker primært å få utsatt strykningen på lavest mulig nivå og uten unødig bruk av rettsapparatet, og har derfor først fremmet anmodning om utsatt iverksettelse for børsen.

Polygon gjør gjeldende å ha rettslig interesse i å anlegge ugyldighetssøksmål mot Børsklagenemndens vedtak, jf. tvisteloven § 1-3 jf. børsloven § 25. Polygon erkjenner at det kan reises spørsmål ved om Polygon har tilstrekkelig tilknytning til kravet, jf. tvisteloven § 1-3 annet ledd, men anfører at spørsmålet om aktiv søksmålskompetanse i offentligrettslige forhold er mer sammensatt enn i privatrettslige forhold. Polygon viser herunder til Ot.prp. nr. 51 (2004-2005) s. 365- 366 og Skoghøy, Tvisteløsning, 2. utgave, s. 435, og anfører at hensynet til minoritetsaksjonærene i selskapet er et relevant og tungtveiende hensyn ved vurderingen av om selskapets søknad om strykning skal innvilges etter børsloven § 25 første ledd, samtidig som selskapet ikke vil ha noen plikt til å ivareta minoritetsaksjonærenes

interesser eller fremføre deres argumenter mot strykning. Polygon viser videre at ugyldighetskravet er fundert på de hensyn som skal ivaretas av den aktuelle bestemmelse. Polygon hevder på denne bakgrunn at de har en beskyttelsesverdig interesse i å gå til søksmål om gyldigheten av strykningsvedtaket. Når det gjelder vurderingen av om det fremstår som naturlig at Polygon kan gjøre sin interesse som minoritetsaksjonær gjeldende, viser Polygon til diverse juridisk litteratur ifm rettslig klageinteresse og rettslig interesse, og anfører at et sentralt moment i vurderingen vil være om det er andre som er nærmere til å gå til søksmål for å ivareta de samme interessene, og om vedtaket gjelder, eller har en sentral side til, aksjonærrettigheter eller interesser. Polygon anfører at begge disse elementene er oppfylt i foreliggende tilfellet, og tilføyer at selskap som innvilges frivillig strykning ikke vil ha noen grunn til å angripe et ugyldig vedtak, og dersom ikke søksmål fra minoritetsaksjonærene tillates, vil vedtaket være unndratt fra enhver domstolskontroll, og vil følgelig bli stående selv om det bygger på saksbehandlingsfeil, uriktig faktum, uriktig rettsanvendelse eller myndighetsmisbruk, hvilket lett vil virke krenkende på den alminnelige rettsfølelsen og tilliten til rettsordenen. Polygon nevner også at de er den klart største minoritetsaksjonæren med en eierandel på 4,5 % av aksjene i selskapet, og mener at de derved også den nærmeste av minoritetsaksjonærene til å angripe vedtaket.

Polygon viser til at det i lovforarbeidene og juridisk teori også er et relevant moment i vurderingen av rettslig interesse om saksøker etter forvaltningspraksis ville hatt rettslig klageinteresse, jf. forvaltningsloven § 28, og at det følger av langvarig børspraksis og vedtak fra Børsklagenemnden at aksjonærer ikke anses å ha rettslig klageinteresse i vedtak som innvilger søknad om strykning fra selskapet. Polygon gjennomgår Børsklagenemndens vedtak 1/93 og 5/2009 og begrunner hvorfor de mener nemndens praksis er i strid med forvaltningsloven § 28, og ikke kan tillegges vekt ved vurderingen av om Polygon har rettslig interesse etter tvisteloven § 1-3. Ifølge Polygon kan det under enhver omstendighet ikke legges avgjørende vekt på manglende rettslig klageinteresse ved vurderingen av om selskapet har rettslig interesse etter tvisteloven § 1-3, og viser til tidligere redegjørelse for kravet etter tvisteloven.

#### Hovedkravet – vedtaket er ugyldig

Polygon gjør gjeldende at Børsklagenemndens vedtak 24. august 2015 er ugyldig fordi det er begått rettsanvendelsesfeil, faktumfeil og saksbehandlingsfeil.

Polygon viser til at det er et absolutt vilkår for å stryke aksjer fra notering på Oslo Børs at strykning ikke kan ventes å medføre «vesentlig ulempe for eierne av instrumentet» jf. børsloven § 25. Polygon anfører at det foreligger rettsanvendelsesfeil fordi nemnden ikke har fortatt en selvstendig vurdering av om vilkåret er til stede, men derimot kun foretatt «bredt skjønn» av selskapets interesser vurdert opp mot minoritetsaksjonærenes interesse.

Polygon hevder at nemndens skjønnsutøvelse bygger på et feilaktig faktum, herunder et annet faktum enn det Polygon gjennom en rekke brev til børsen har bidratt til å klargjøre, og at vesentlige momenter er utelatt fra nemndens skjønnsvurdering. Polygon vil særlig peke på at det gjelder en streng praksis for å få innvilget søknad om strykning dersom ikke selskapet har en hovedaksjonær som eier mer enn 90 % av aksjene, og viser herunder til børsens begrunnelse i sitt vedtak om å nekte strykning. Polygon mener spørsmålet om strykningen må anses som et grensetilfelle, hvilket medfører at det skal lite til å sette vedtaket til side som ugyldig, jf. prinsippet i forvaltningsloven § 41.

## Grunnlaget for begjæringen

Polygon refererer Bernts, Gyldendal Rettsdata, kommentar til forvaltningsloven § 42, og anfører at et vesentlig spørsmål i vurderingen av utsatt iverksettelse, er om børsnoteringen av EVRYs aksjer gjenoppstår dersom strykningsvedtaket blir kjent ugyldig. Polygon utdyper anførselen i begjæringen om at ny notering vil kreve en medvirkning fra selskapet som vil være rettslig og praktisk vanskelig og/eller umulig. Videre anfører Polygon at selv om EVRY skulle ha rett i sin påstand om at notering kan gjenoppstå etter en rettskraftig dom, vil skadevirkningen ved at aksjen er unotert frem til dette være store for minoritetsaksjonærene, herunder fordi presset på 650 aksjonærene til å selge til Apax vil øke «formidabelt» ved at posisjon som eier av unoterte aksjer i et selskap med en dominerende eier er svært risikofullt og vanskelig. Mange aksjonærer har heller ikke mulighet til å eie unoterte aksjer, slik at strykning for disse vil være jevngodt med tvungen innløsning, men uten at morselskapet har 90%, og uten mulighet til å få «utløsningssummen» prøvd ved rettslig skjønn.

Polygon anfører at det er en rekke skader og ulemper for Polygon og øvrige minoritetsaksjonærer om selskapets aksjer ikke lenger er børsnotert, herunder at aksjonærene ikke lenger kan handle i handelssystemet på Oslo Børs, hvilket innebærer at omsetningsmuligheten reduseres drastisk, og videre har ikke selskapet lagt opp til notering på annen regulert markedsplass. Polygon erkjenner at prisdannelsen vil være svakere enn før oppkjøpet med en hovedeier som eier 88%, men viser til at selskapet heller ikke før oppkjøpet hadde en stor andel med fri flyt med to hovedeiere (Posten og Telenor) som til sammen eide over 70%, og at det også etter oppkjøpet er kjøps- og salgskurser og en ikke ubetydelig handel i selskapets aksjer. Polygon viser videre til at det er flere selskaper på Oslo Børs med langt lavere omsetning siste måned.

Polygon anfører også at rettighetene etter aksje- og regnskapslovgivningen er svært begrenset i forhold til den beskyttelse aksjonærene får om selskapet er børsnotert. I tillegg viser Polygon til at den generelle minoritetsbeskyttelsen som følger med en børsnotering, slik som børsens tilsyn med noterte selskapers forpliktelser og markedsovervåkning, samt Finanstilsynets tilsyn med regnskapsrapportering etter verdipapirhandelloven § 15-1(3), bortfaller. Også de spesifikke regler og kontroller med likebehandling av aksjonærer som børsnotert blir borte. Videre skal børsnoterte selskaper forholde seg til Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse, og årlig rapporterte hvordan de forholder seg til anbefalingen. Reglene om tilbudsplikt og frivillig tilbud i verdipapirhandelloven kap. 6 sørger også for likebehandling av aksjonærer ved oppkjøpstilbud, men bortfaller hvis selskapet ikke lenger er børsnotert. Herunder vil minoritetsaksjonærene ifølge Polygon gjennom tilbudsplikten ha en medsalgsrett til samme kurs dersom Apax videreselger aksjene i EVRY, og for private equity selskap som gjerne videreselger når prisen er riktig er dette ifølge Polygon ikke et usannsynlig scenario.

Polygon viser videre til at Apax vil ha et informasjonsfortrinn gjennom posisjoner i selskapet, og at de på dette informasjonsgrunnlaget vil kunne kjøpe aksjer fra minoritetsaksjonærer som ikke har tilsvarende informasjon, og uten at innsideregulene kommer til anvendelse. Apax har ifølge Polygon gjennomført et oppkjøp uten særlig hensyn til minoritetsaksjonærenes interesser, og Polygon anfører at de også i sitt brev 25. september synes å gjøre gjeldende at informasjonsgivning til aksjonærene mv. ikke er i selskapets interesse. Polygon mener at de ut fra disse erfaringene ikke forventer at det tas særskilt hensyn til minoritetsaksjonærenes interesser fremover.

Polygon mener det er anerkjent i finansteori at ved selskapsverdsettelse er det betydelig rabatt ved omsetning av aksjer i ikke-børsnoterte selskap i forhold til noterte, og at denne rabatten vil være i størrelsesorden 20%, men må justeres for en rekke faktorer. Polygon viser til at markedsverdien av Polygons aksjer basert på tilbudsprisen i det pliktige tilbudet i mai er 140 mill. kroner, og anfører at dersom man antydningssvis legger til grunn et kursfall lik rabatten for unoterte aksjer, er Polygons tap ved strykning nærmere 30 mill. kroner. Samlet for alle minoritetsaksjonærer i selskapet vil unotert –rabatten derved være på ca. 78 mill. kroner basert på tilbudsprisen. Polygon hevder det er vanskelig å se for seg at tapet vil kunne bli erstattet av Oslo Børs, blant annet fordi det vil være tvilsomt om kravet til ansvarsgrunnlag vil være oppfylt. På denne bakgrunn anfører Polygon at det vil måtte anses som lite tvilsomt at strykning vil utgjøre en betydelig skade og ulempe for Polygon og øvrige minoritetsaksjonærer.

Ved vurdering av grunnlaget for utsettelsen skal det ifølge Polygon også gjøres en interesseavveining av om den skaden eller ulempe som andre parter blir påført står i åpenbart misforhold til den interesse saksøkeren har i at utsettelse av iverksetting blir besluttet. Polygon mener det ikke synes å være noen ulemper for Oslo Børs om strykning skulle bli utsatt i påvente av dom, jf. at børsen selv mente at vilkårene for strykning ikke var oppfylt. Når det gjelder EVRY anfører Polygon at den vesentlige direkte kostnaden for fortsatt notering vil være noteringsavgiften til Oslo Børs på 350 000 kr. Polygon er videre innforstått med at de løpende forpliktelser medfører noe merarbeid, og Polygon har anslått de samlede interne kostnadene til 500.000 til 800.000 per år, hvilket gir en samlet kostnad på anslagsvis 1 million per år. Veiet opp mot Polygons irreversible tap på anslagsvis 30 mill. og minoritetsaksjonærenes på ca. 78 mill kroner ved strykning, er ifølge Polygon dette en forholdsvis liten ulempe.

Polygon gjentar at de som nevnt i begjæringen er innstilt på å stille sikkerhet for et beløp tilsvarende de samlede kostandene for EVRY frem til endelig dom i ugyldighetssøksmålet, og utbetaling til EVRY dersom domstolen skulle stadfeste strykningen. Når det gjelder anførselen til EVRY om at «børsnotering kompliserer både daglig selskapsdrift og gjennomføring av endringer i selskapet» viser Polygon til at dette har referanse til regnskaps- og rapporteringsregler, og at dette etter Polygons syn er regler som naturlig beskytter minoritetsaksjonærenes interesser enten selskapet er notert eller ikke, og at det uansett er vanskelig å se at dette er ekstra byrder som står i åpenbart misforhold til Polygon og de øvrige minoritetsaksjonærenes interesse i at strykningen utsettes til gyldigheten av vedtaket er avklart.

#### Saksomkostninger

Polygon kan ikke se at det er grunnlag for EVRYs krav om dekning av saksomkostninger og ber om at kravet avslås.

## **7. Avsluttende merknader fra EVRY**

I brev 29. september 2015 gir EVRY gir enkelte kommentarer til Polygons brev 28. september.

EVRY viser til sine tidligere anførsler om at det ikke finnes grunnlag i rettsregler, praksis, relevante hensyn eller andre rettskilder fra den alminnelige forvaltningsrett eller sivilprosess for at en minoritetsaksjonær skulle ha rettslig klageinteresse over strykningsvedtak, og mener at Polygons påstand om at fravær av rettslig klageinteresse ville virke krenkende på den

alminnelige rettsfølelse og tilliten til rettsorden, er «åpenbart uriktig». EVRY viser herunder til at flere av kildene oppstiller som et særskilt vilkår at det er *naturlig* at vedkommende opptrer som saksøker, og at for en søknad om strykning, som blant annet må være forankret i kvalifisert flertalls krav, «er det nettopp ikke *naturlig* at enkeltstående minoritetsaksjonærene gjennom forvaltningsprosess eller søksmål skal kunne gis mulighet til en slik omkamp i strid med selskapets ønsker», og at søksmålsrett med utsatt iverksettelse i praksis langt på vei vil gi «én enkeltaksjonær veto mot strykning som er lovligvedtatt av generalforsamlingen med overveldende flertall og innvilget av Børsklagenemnden».

Når det gjelder gyldigheten av Børsklagenemndens vedtak anfører EVRY blant annet at «den interesseavveiningen Oslo Børs og Børsklagenemnden konsistent har praktisert i en årrekke er korrekt rettsanvendelse», men at i EVRY-saken «har Børsklagenemnden dertil uttrykkelig gjort en særskilt vurdering av det kriteriet Polygon er opptatt av». EVRY skriver videre at «med hensyn til faktiske feil og saksbehandlingsfeil kan vi ikke se Polygon anfører ett eneste konkret forhold».

EVRY viser til Polygons påstander om EVRYs interesse i strykning, og anfører blant annet at utover effekter av kostnadmessig karakter ifm. oppfølging av regler «har det å være børsnotert mange effekter for et selskap, og har vesentlig betydning for både daglig virksomhet, gjennomføring av transaksjoner, utforming og implementering av strategiske beslutninger».

Når det gjelder Polygons anførsel om at det er vesentlige skader og ulemper for Polygon av en strykning, kommenterer EVRY at Polygon kjøpte seg betydelig opp etter at det ble kjent at EVRY skulle selges, og videre at de underliggende verdiene i selskapet ikke endres ved strykning fra børsnotering, mens Polygon gjør sitt regnestykke basert på tilbudsprisen i det pliktige tilbudet og antatt fall i omsetningskursen for selskapets aksjer gitt anslått likviditetsrabatt. Slik EVRY ser det hadde Polygon «all mulighet til å unngå risiko for tap som angitt i brevet ved å akseptere det pliktige tilbudet», men at «Polygon innga imidlertid ikke aksept, tydeligvis fordi de hadde større tro på underliggende verdier og forventet avkastning etter et eierskifte til Lyngen». Videre mener EVRY at Polygon ikke hadde berettiget forventning om at selskapet ville fortsette å være børsnotert da det valgte ikke å akseptere det pliktige tilbudet. EVRY knytter også kommentarer til hvorvidt et vedtak om strykning er irreversibelt, og til Polygons påstander om Apax' opptreden i oppkjøpsprosessen og effekter av strykningen for Polygon.

## **8. Børsklagenemndens vurdering**

### Spørsmålet om det foreligger rettslig klageinteresse

Børsklagenemnden ser først på spørsmålet om Polygon har rettslig klageinteresse i spørsmålet om Børsklagenemnden skal beslutte utsatt iverksettelse av nemndens vedtak av 24. august 2015, som innvilget EVRYs søknad om strykning av EVRYs aksjer fra notering på Oslo Børs.

Det følger av forvaltningsloven § 42 første ledd at dersom en part eller «en annen med rettslig klageinteresse» akter å gå til søksmål mot Børsklagenemndens vedtak, kan nemnden «utsette iverksettelsen til det foreligger endelig dom».



Forvaltningsloven viser til at en som ikke er part må ha «rettslig klageinteresse». Det er antatt at det er en høy grad av sammenfall mellom rettslig klageinteresse etter forvaltningsloven og søksmålsinteresse etter tvisteloven § 1-3, uten at det nødvendigvis er fullstendig sammenfall mellom begrepene, jf. Schei m.fl: Tvisteloven Kommentartutgave (2. utgave) side 36.

Børsklagenemnden er enig med Polygon i at i en situasjon som denne – der grunnlaget for eventuelt å beslutte utsatt iverksettelse er at Polygon har varslet at de vil reise søksmål for de ordinære domstolene – vil det fremstå som lite hensiktsmessig om Polygon skulle ha søksmålsinteresse, men ikke rettslig klageinteresse. En del av lovgrunnlaget for bestemmelsen i forvaltningsloven § 42 første ledd annet punktum er at det skal være mulig å oppnå utsatt iverksettelse uten å måtte gå til domstolene og begjære midlertidig forføyning. Det ville da gi liten sammenheng i regelverket om bestemmelsen praktiseres slik at en aksjonær anses å ha søksmålsinteresse i å reise sak, men ikke rettslig klageinteresse slik at aksjonæren først kan anmode forvaltningsorganet om utsatt iverksettelse.

Nemnden finner det etter dette naturlig å ta utgangspunkt i spørsmålet om Polygon har rettslig klageinteresse etter forvaltningsloven, men legger til grunn at praksis rundt søksmålsinteresse etter tvisteloven § 1-3 har relevans for spørsmålet om rettslig klageinteresse.

Børsklagenemnden nevner i den forbindelse at søksmålsvilkårene har utviklet seg over tid og i større grad en tidligere har åpnet for søksmål. Det følger av forarbeidene til tvisteloven at dette er en ønsket utvikling, se Schei m.fl., Tvisteloven Kommentartutgave (2. utgave), side 15 med videre henvisninger. Domstolene har etter vedtagelsen av tvisteloven fulgt opp denne praksisen. Dette betyr at eldre praksis, blant annet hos børsmyndighetene, får en noe begrenset vekt.

Det følger av langvarig praksis av Oslo Børs og Børsklagenemnden at minoritetsaksjonærer ikke har blitt ansett å ha rettslig klageinteresse der Oslo Børs godkjenner en søknad om strykning. Dette ble senest fastslått i Børsklagenemndens vedtak 5/2009 (Norman). I vedtaket vises det til nemndens tidligere vedtak som bygger på at både notering og strykning er en sak mellom selskapet, ved dets organer, og børsen. I vedtak 5/2009 uttaler Børsklagenemnden at en søknad om strykning må vedtas i selskapets generalforsamling med flertall som for vedtektsendringer, og at det ville rime dårlig om et misfornøyd mindretall skulle kunne omgå et slikt lovlig uttrykk for selskapets holdning ved å påklage et vedtak som etterkommer søknaden om strykning. Det er videre vist til at minoritetsaksjonærenes interesser også ivaretas gjennom reglene om anfektelsessøksmål i allmennaksjeloven § 5-22.

Børsklagenemnden finner det fornuftig å ta utgangspunkt i børsloven § 25, som gir kriteriene for å stryke et selskaps aksjer fra notering på Oslo Børs. Det følger direkte av ordlyden at et av vurderingstemaene etter bestemmelsen er hvilke konsekvenser en strykning vil ha for aksjonærene i selskapet. Dette vil regulært være minoritetsaksjonærer, som kan ha blitt nedstemt i det forutgående vedtaket i selskapets generalforsamling. Det kan således være en innebygget motsetning mellom selskapets ønske om å bli strøket og minoritetsaksjonærenes ønske om fortsatt notering. Det er blant annet avveiningen av disse motstridende interessene som et vedtak etter børsloven § 25 skal hensynta.

Børsklagenemnden finner det i en slik situasjon ikke gitt at en minoritetsaksjonær i alle henseender skal være bundet av generalforsamlingens beslutning om å søke om strykning. Minoritetsaksjonæren vil være bundet av en slik beslutning i den forstand at søknaden om strykning av aksjene vil bli fremmet for børsmyndighetene. Det er imidlertid ikke like naturlig at de dermed også skal være forhindret fra å påklage et strykningsvedtak – eller begjære utsatt

iverksettelse – dersom de mener at vedtaket lider av feil og mangler, eller dersom de mener det er grunnlag for å utsette iverksettelsen av vedtaket.

Et vedtak som avslår en søknad om strykning kan påklages av selskapet, og kan i siste instans bringes inn for domstolene. Dersom selskapets søknad om strykning innvilges, vil ikke selskapet ha noen foranledning til å angripe vedtaket. Det kan således anføres at av hensyn til å kunne utøve kontroll også over vedtak som godkjenner en strykning, må minoritetsaksjonærene både ha adgang til å påklage vedtaket til overordnet forvaltningsorgan, samt bringe vedtaket inn for domstolene. Børsklagenemnden er enig med Polygon i at det ellers vil være en risiko for at vedtaket vil være unndratt domstolskontroll. I relasjon til søksmålsinteresse ved offentligrettslige forhold er dette et relevant hensyn, jf. Skoghøy: *Tvisteløsning*, 2. utgave, side 435. Børsklagenemnden mener dette også er et relevant hensyn i relasjon til rettslig klageinteresse etter forvaltningsloven § 42. Det kan videre vises til Ot.prp. nr. 51 (2004-2005) side 366, hvor det i forarbeidene til tvisteloven § 1-3 står følgende:

Generelt vil saksøkeren ha tilstrekkelig tilknytning i sak om rettmessigheten av myndighetsutøvelse dersom saksøkeren er berørt i slik grad at det framtrer som naturlig at vedkommende opptrer som saksøker og gjør gjeldende krav fundert på hensyn som ivaretas av den aktuelle forvaltningsbestemmelse.

I den foreliggende saken er det – som nevnt – ikke aktuelt at selskapet står som saksøker. De som er nærmest til å angripe vedtaket er minoritetsaksjonærer som er uenig i vedtaket. Hensynet til aksjonærene er en sentral del av vurderingstemaet etter børsloven § 25. Dette taler for at minoritetsaksjonærene har søksmålsinteresse etter tvisteloven § 1-3. Som nevnt over mener Børsklagenemnden at dette er et vektig moment ved forståelsen av forvaltningsloven § 42.

Tidligere vedtak av børsmyndighetene har også vist til de regler i aksjelovgivningen som innebærer at enkeltaksjonærer er bundet av selskapsorganenes beslutninger, og at det er begrensninger i deres adgang til å gå til søksmål om selskapets rettigheter og plikter. Børsklagenemnden finner ikke disse reglene avgjørende. Det skal først nevnes at det har skjedd en utvikling i disse reglene siden Børsklagenemnden i 1993 først behandlet spørsmålet om klageadgang for enkeltaksjonærer ved godkjennelse av et strykningssvedtak (sak 1/93). Allmennaksjeloven kapittel 17 har nå bestemmelser som regulerer disse spørsmålene. Bestemmelsene regulerer imidlertid i hovedsak i hvilken grad og hvordan en enkeltaksjonær kan forfølge et krav som i utgangspunktet er selskapets. I forhold til spørsmålet om strykning er – som nevnt – regulært selskapets interesser andre enn minoritetsaksjonærenes. Aksjelovgivningens regler om at enkeltaksjonærer må forholde seg til vedtak i selskapsorganene gjelder andre spørsmål og kan ikke ses å få avgjørende betydning på spørsmålet om rettslig klageinteresse etter forvaltningsloven.

Børsklagenemnden kan heller ikke se at enkeltaksjonærers adgang til å gå til anfektelsessøksmål etter allmennaksjeloven § 5-22 innebærer at det ikke foreligger rettslig klageadgang. Minoritetsaksjonærenes anførsel vil normalt ikke være at generalforsamlingsbeslutningen om å søke om strykning er ugyldig. Anførselen vil regulært være at det er det etterfølgende vedtak av børsmyndighetene som godkjenner søknaden som er ugyldig. En slik anførsel kan ikke fremmes i medhold av allmennaksjeloven § 5-22.

EVERY har anført at det vil være i strid med reglenes systematikk – og også sterkt urimelig – om en enkeltaksjonær – kanskje gjennom et materielt grunnløst søksmål – skulle få anledning til å obstruere en strykning som er forankret i selskapets organer og innvilget av

Børsklagenemnden. Børsklagenemnden er enig i at dette er relevante hensyn, men mener at de har størst betydning i den materielle vurdering som må gjøres i forhold til om utsatt iverksettelse skal gis eller ikke.

Børsklagenemnden finner etter dette at Polygon har rettslig klageinteresse i å anmode om utsatt iverksettelse av vedtaket, og fremmer saken til realitetsbehandling.

### Spørsmålet om utsatt iverksettelse

Utgangspunktet i norsk rett er at søksmål mot et vedtak ikke medfører at vedtaket får utsatt iverksettelse. Dette fremkommer forutsetningsvis av forvaltningsloven § 42. I forarbeidene til forvaltningsloven (NUT 1958:3, på side 366) begrunnes dette blant annet med at «en rett til å klage til domstolene med suspensiv virkning i mange tilfelle kan hindre lovens gjennomføring». Komiteen fremholdt imidlertid også at mange kryssende hensyn kunne gjøre seg gjeldende, og uttaler videre på side 366:

Forholdet er at det i enkelte tilfelle vil være rimelig at klagen til retten gis oppsettende virkning, i andre tilfelle tilsier sakens art og de samfunnsformål som skal fremmes at det ikke er mulig å vente med gjennomføring av et vedtak til lovmessigheten er prøvet av domstolene.

Det følger av forvaltningsloven § 42 at Børsklagenemnden «kan» beslutte utsatt iverksettelse. Avgjørelsen er således overlatt til nemndens skjønn. Av Innst. O. II (1966-67) følger det at vedkommende forvaltningsorgan skal foreta «en fri vurdering av hvorvidt det finnes rimelig og forsvarlig» å beslutte utsatt iverksettelse.

Polygon har brukt noe plass i anmodningen om utsatt iverksettelse på å argumentere for at vedtaket om strykning er ugyldig. Børsklagenemnden kan ikke se at Polygon har fremkommet med faktiske opplysninger eller annen informasjon som ikke var kjent for Børsklagenemnden eller som endrer de vurderinger nemnden gjorde da den fattet sitt vedtak.

Spørsmålet om utsatt iverksettelse må etter dette baseres på en interesseavveining, der det i første rekke må ses hen til hvilke skader og ulemper som kan oppstå for minoritetsaksjonærene ved at en strykning gjennomføres før det foreligger en rettskraftig dom, sett opp mot EVRYs interesse i å få gjennomført strykningen. Børsmyndighetenes og markedets interesse i å få strøket selskaper med lav likviditet og omsetning kan også etter omstendighetene være et relevant hensyn.

Børsklagenemnden konstaterer først at det vil innebære en ulempe for Polygon og andre minoritetsaksjonærer om selskapet blir strøket fra børsnotering før det foreligger en rettskraftig dom. Aksjonærene vil miste den beskyttelse som ligger i børs- og verdipapirlovgivningen. Allmennaksjelovens regler om aksjonærbeskyttelse er samlet sett svakere. Aksjonærene vil ikke lenger motta løpende og periodisk informasjon fra selskapet etter børslovgivningens regler. Likviditeten i aksjen vil bli redusert og aksjonærene vil miste det organiserte handelsapparatet og gjennomlysning av handelen som en børsnotering medfører. Denne ulempen var kjent for Børsklagenemnden og ble hensyntatt i vedtaket av 24. august 2015.

Børsklagenemnden legger ikke stor vekt på muligheten for å notere selskapet igjen dersom en rettskraftig dom skulle fastslå at strykningsvedtaket er ugyldig. For det første kan en slik dom ligge flere år frem i tid. For det andre kan selskapet på et slikt tidspunkt ha gjennomgått så

store endringer, også i aksjonærstrukturen, at en notering av aksjene igjen kan fremstå som urealistisk.

Tidsaspektet før det foreligger en dom trekker imidlertid også i motsatt retning. EVRY har – med støtte fra en stor majoritet av aksjonærene – fått innvilget en søknad om strykning. Dersom strykningen skulle utsettes inntil det foreligger en rettskraftig dom kan det gå lang tid før strykningen blir effektivt. I den mellomliggende perioden vil selskapet måtte følge kravene som følger av å være børsnotert. Dette er sammenfattet slik av selskapet i deres kommentarer til Børsklagenemnden:

En børsnotering kompliserer både daglig selskapsdrift og gjennomføring av endringer i selskapet gjennom strenge regler for håndtering av innsideinformasjon, løpende informasjonsplikt, kvartalsmessig regnskapsrapportering etter IFRS, særskilte informasjonskrav ved ulike selskapsbegivenheter som generalforsamlinger, endringer i styre og ledelse, nærstående transaksjoner, meldeplikter mv. for primærinnsidere, rapporteringskrav etter NUES, mulige krav til informasjonsdokument og prospekt mv. Det er vanskelig å kvantifisere de interne og eksterne kostnader dette medfører, og hvilke føringene det legger for tidsplaner og metode for gjennomføring av transaksjoner mv. Det sentrale er at en børsnotering har effekter for et selskap på mange plan, og at det ikke er hensiktsmessig for et selskap med en fastlåst eierkonstellasjon og én helt dominerende eier å være børsnotert.

Polygon har uttalt at de er innstilt på å stille sikkerhet for et beløp som tilsvarer de samlede kostnader for EVRY frem til endelig dom foreligger. Selv om en slik garanti kan avbøte noen av ulempene for EVRY ved å være børsnotert, vil den, etter Børsklagenemndens vurdering, langt fra avbøte alle ulempene for EVRY ved fortsatt notering.

Polygon har anført at EVRYs ulemper ved fortsatt å være børsnotert står i et åpenbart misforhold til Polygon og andre minoritetsaksjonærens interesse i at strykningen utsettes til gyldigheten av vedtaket er avklart. Det er antydning at Polygons tap ved en strykning er omkring 30 millioner kroner og at det vil være vanskelig å få erstattet dette tapet fra Oslo Børs.

Børsklagenemnden ser annerledes på dette forholdet. Polygons hovedinteresse i saken er økonomisk. Dette er en type interesse som normalt lar seg erstatte i ettertid, og som derfor tilsier at iverksettelse av vedtaket ikke utsettes. Børsklagenemnden kan gi sin tilslutning til det Johan Greger Aulstad skriver om dette i Jussens Venner nr. 5/2010 (Utsatt iverksettelse etter forvaltningsloven § 42), side 337:

Ved vurderingen av de skader eller tap som kan oppstå, vil det ha betydning om iverksettelsen av vedtaket kan føre til at klagen blir helt eller tilnærmet uten virkning. Her må en for det første se hen til om iverksettelsen av vedtaket kan lede til en faktisk situasjon som det er vanskelig å reversere. Eksempler kan være et vedtak om at en hund skal avlives eller at en bygning skal rives. Klageren vil være lite hjulpet av å få medhold i sin klage, dersom hunden allerede er avlivet eller den aktuelle bygning er revet. Dette er forhold som vil tale for at forvaltningen bør beslutte utsatt iverksettelse. Et annet moment som vil ha betydning, er hvor inngripende vedtaket er for den private part. Ved svært inngripende vedtak vil det som regel være viktig for klageren eller saksøkeren at iverksettelsen utsettes inntil den endelige beslutning foreligger. Hvis klageren eller saksøkeren kun risikerer å bli påført økonomisk tap som følge av at vedtaket iverksettes straks, vil dette derimot ikke kunne tillegges særlig vekt i favør av utsatt iverksettelse. Grunnen til dette er at rent økonomiske tap lar seg erstatte i ettertid. Ut fra samme betraktning bør forvaltningen ikke legge særlig vekt på at klageren/saksøkeren oppnår en økonomisk gevinst ved at iverksettelsen av vedtaket utsettes.

Polygon har anført at det vil være vanskelig å få erstattet tapet fra Oslo Børs. Børsklagenemnden kan for sin del ikke se at det ikke er mulig å kreve erstatning fra et ansvarsubjekt dersom vedtaket viser seg å være ugyldig og vilkårene for erstatning ellers foreligger. Det vises for så vidt til børsloven § 43 annet ledd og mulighetene for å bringe staten inn i et eventuelt søksmål.

Når det gjelder børsmyndighetenes og markedets interesse i å få strøket et selskap fra børsnotering der aksjene har lav likviditet og omsetning, har ikke Børsklagenemnden lagt nevneverdig vekt på dette forholdet. Det vises til Børsklagenemndens vedtak av 24. august 2015, der det er lagt til grunn at det ved en fortsatt børsnotering vil ligge til rette for en viss prisdannelse.

I tilknytning til den økonomiske siden av interesseavveiningen legger derimot Børsklagenemnden vekt på at minoritetsaksjonærene er gitt mulighet til å tre ut av selskapet ved først et frivillig og senere et pliktig tilbud. På tidspunktet for det pliktige tilbudet hadde generalforsamlingen i selskapet allerede vedtatt at det ville søke om strykning av aksjene fra Oslo Børs. De minoritetsaksjonærer som valgte ikke å akseptere det pliktige tilbudet kunne da ikke basere seg på at selskapet ville forbli børsnotert. Det stod enhver aksjonær fritt å velge ikke å akseptere det pliktige tilbudet, men den beslutningen ble da tatt med en klar risiko for at man ville bli sittende med aksjer i et selskap som ikke var børsnotert.

Basert på de ovenstående vurderingene har Børsklagenemnden konkludert med at den ikke vil gi utsatt iverksettelse av vedtaket av 24. august 2015.

### Saksomkostninger

EVRY har anmodet om at Polygon pålegges å dekke EVRYs kostnader knyttet til anmodningen om utsatt iverksettelse, jf. børsforskriften §§ 38 og 40. Polygon har anført at det ikke er grunnlag for et slikt krav.

Spørsmålet reguleres av børsforskriften § 40 første ledd, som har følgende ordlyd:

I en sak som i det vesentlige er en tvist mellom to eller flere parter, avgjør børsklagenemnden om en part som helt eller delvis har vunnet frem med sitt krav, helt eller delvis skal få dekket sine omkostninger i klagesaken av en eller flere av de øvrige parter. Ved avgjørelsen skal det, foruten utfallet av saken, særlig legges vekt på om saken var tvilsom eller om det av andre grunner var rimelig å bringe saken inn for børsklagenemnden.

Etter Børsklagenemndens syn får bestemmelsen ikke anvendelse i saken. Polygon fremmet en begjæring om utsatt iverksettelse. Det er en egen hjemmel for slike beslutninger i forvaltningsloven § 42. Selv om EVRY har en klar interesse i beslutningen – og derfor også fikk anledning til å uttale seg i forkant av beslutningen – fremstår ikke saken som i det vesentlige å være en tvist mellom EVRY og Polygon.


Børsklagenemnden vil uansett bemerke at saken har reist prinsipielle spørsmål som til dels ikke har vært prøvd av nemnden tidligere, slik at saksomkostninger heller ikke av den grunn bør tilkjennes.

Etter dette tilkjennes EVRY ikke saksomkostninger.

Børsklagenemnden fatter etter dette slik enstemmig

**beslutning:**

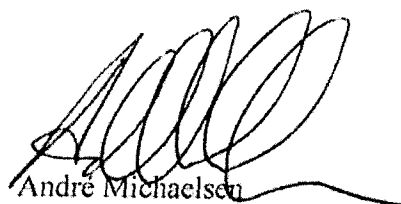
1. Anmodningen fra Polygon Global Partners LLP om utsatt iverksetting av Børsklagenemndens vedtak av 24. august 2015 tas ikke til følge.
2. Saksomkostninger tilkjennes ikke.



Espen Klitzing



Christian Lund



André Michaelsen



Bernt Zakariassen



Cecilie Østensen Berglund