

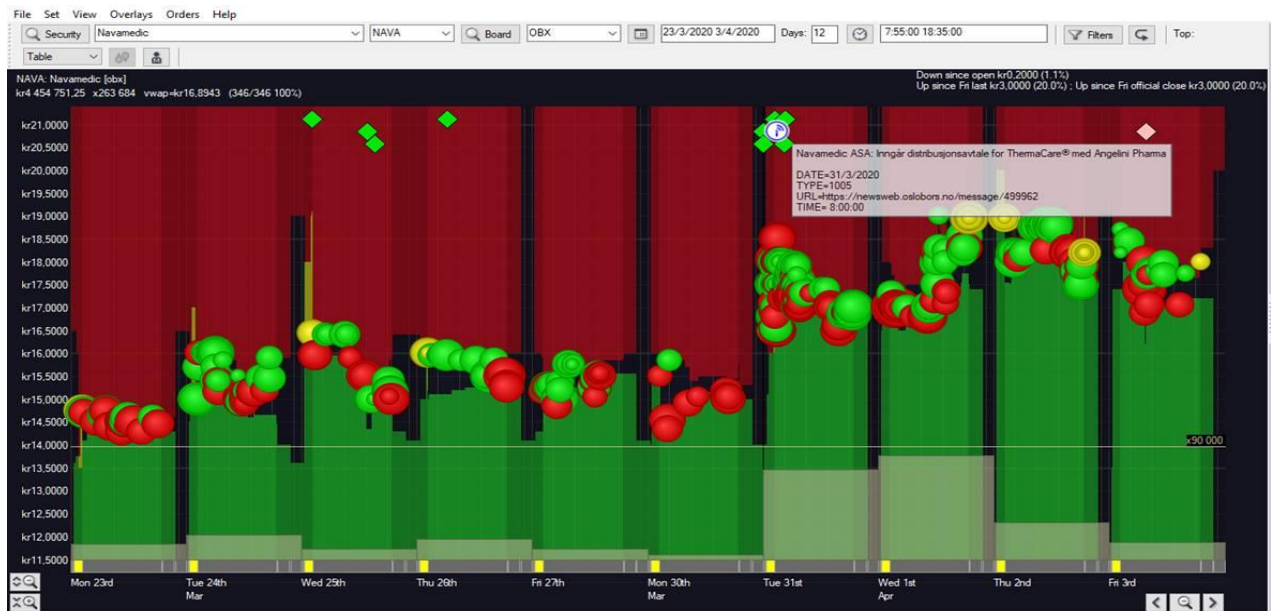
## Vedtak og begrunnelse fra disiplinærkomiteen i Oslo Børs ASA

### Navamedic ASA – Overtredelse av løpende informasjonsplikt og opplysningsplikten overfor Oslo Børs

#### 1. Innledning

Det vises til korrespondanse mellom Navamedic ASA («Selskapet» eller «Navamedic») og Oslo Børs, samt børsmelding publisert av Selskapet den 31. mars 2020 kl. 08.00.<sup>1</sup> Børsmeldingen informerte om en eksklusiv distribusjonsavtale mellom Navamedic og Angelini Pharma S.p.a («Angelini») for produktet ThermoCare® vedrørende det nordiske og det nederlandske markedet, med en varighet på 8 år og med opsjon på forlengelse av avtalen.

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



Bakgrunnen for vedtaket er at Oslo Børs mener at Selskapet, i forbindelse med inngåelsen av distribusjonsavtalen med Angelini, har brutt plikten til å offentliggjøre insideinformasjon i henhold til verdipapirhandelloven («vphl.») § 5-2 og løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper («Løpende forpliktelser») punkt 3.1.1.<sup>2</sup> Børsen mener videre at Selskapet, under børsens etterfølgende undersøkelse av hendelsen, har brutt Selskapets opplysningsplikt til Oslo Børs jf. vphl. § 12-2 (7) og Løpende forpliktelser punkt 2.6 (5).

Det vil innledningsvis gis en kronologisk redegjørelse av de faktiske forhold som knytter seg til inngåelsen av avtalen med Angelini som ble offentliggjort 31. mars 2020 i punkt 3 nedenfor. Deretter vil

<sup>1</sup> Børsmeldingen er inntatt som vedlegg 14.

<sup>2</sup> Det vises her til regelverket som var gjeldende på tidspunktet da forholdene i saken fant sted.

det redegjøres for børsens undersøkelse av saken i punkt 4. Selskapets anførsler og bemerkninger til forhåndsvarslet vil så presenteres i punkt 5.

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

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

## **2. Om Selskapet**

Navamedic ble etablert i 2002. Selskapet har vært notert på Oslo Børs siden 2006 og handles under tickeren «NAVA». Styreleder i Selskapet er Terje Bakken, administrerende direktør er Kathrine Gamborg Andreassen og CFO er Lars Hjarrand. Navamedic har omkring 30 ansatte og driver distribusjonsvirksomhet knyttet til farmasi- og helseprodukter. Hovedvirksomheten til Selskapet retter seg mot det nordiske markedet, men Selskapet har også virksomhet knyttet til landene i Baltikum, Benelux og øvrig i Europa. Navamedic har i lengre tid planlagt å styrke sin posisjon i Benelux-landene, herunder i Nederland, som de anser som et strategisk viktig marked for virksomheten.

## **3. Sakens faktiske forhold**

### **3.1. Innledning**

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

### **3.2. Overdragelsen av ThermaCare fra GSK til Angelini**

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

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

Den 2. mars 2020 mottok GSK og Angelini endelig godkjenning fra EU-kommisjonen om at overdragelsen av ThermaCare® kunne gjennomføres i tråd med det foreslåtte avtaleverket.<sup>3</sup>

Den 5. mars 2020 publiserte GSK en pressemelding hvor det ble redegjort for at EU-kommisjonen hadde godkjent overdragelsen av ThermaCare® til Angelini.<sup>4</sup>

Den 7. mars 2020 publiserte så Angelini en pressemelding hvor det fremgår at Angelini hadde anskaffet ThermaCare® fra GSK.<sup>5</sup>

Samme dag publiserte det italienske nyhetsbyrået Corriere Della Sera's L'Economia en artikkel hvor overdragelsen av ThermaCare ble nærmere omtalt, herunder summen Angelini hadde investert i overdragelsen av ThermaCare®, på henholdsvis MEUR 190, og videre den årlige omsetningen av ThermaCare® på omkring MEUR 70.<sup>6</sup> Informasjonen i artikkelen ble igjen publisert av Mergermarket 8. mars 2020.<sup>7</sup>

Den 10. mars 2020 publiserte så Angelinis morselskap, Angelini Holding, en tilsvarende pressemelding som datterselskapet, om anskaffelsen av ThermaCare®.<sup>8</sup>

Overdragelsen av rettigheter mot kjøpesummen ble formelt gjennomført i møte, omtalt som «working session» mellom GSK og Angelini den 30. mars 2020.<sup>9</sup>

Den 6. april 2020 publiserte White & Chase, som rådgivere til Angelini, pressemelding om deres bistand ved transaksjonen.<sup>10</sup>

### **3.3. Inngåelsen av distribusjonsavtalen mellom Angelini og Navamedic**

Nedenfor følger en kronologisk oversikt over de sentrale hendelsene som knytter seg til kontraktsinngåelsen mellom Navamedic og Angelini om distribusjonsrettighetene til ThermaCare® i Norden og i Nederland.<sup>11</sup>

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

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

Den 3. mars 2020 mottok Navamedic første utkast til distribusjonsavtale fra Angelini, som var gjenstand for forhandlinger frem til enighet om betingelsene ble oppnådd 17. mars 2020. Kommunikasjonsrådgiver ble i denne anledning engasjert 16. mars 2020 for å klargjøre børsmelding. Selskapet begynte 17. mars 2020 å føre innsidelister vedrørende avtalen.<sup>12</sup> En av betingelsene i

---

<sup>3</sup> Vedlegg 1.

<sup>4</sup> Vedlegg 2.

<sup>5</sup> Vedlegg 3.

<sup>6</sup> Vedlegg 4.

<sup>7</sup> Vedlegg 5.

<sup>8</sup> Vedlegg 6.

<sup>9</sup> Vedlegg 9.

<sup>10</sup> Vedlegg 7.

<sup>11</sup> Se vedlegg 15 på side 6.

<sup>12</sup> Vedlegg 8.

distribusjonsavtalen var at Angelini og GSK gjennomførte Asset Purchase Agreement, ved å avholde overtakelsesmøtet innen 30. mai 2020.<sup>13</sup>

På ettermiddagen, den 26. mars 2020 mottok Navamedic den endelige distribusjonsavtalen, signert av Angelinis CEO. I denne forbindelse hadde Navamedic i forkant også sendt utkast til børsmelding til Angelinis kommunikasjonssjef.<sup>14</sup>

Ved epost 27. mars 2020 kl. 10.24 svarte Angelini at det var uvisst hvorvidt kommunikasjonssjefen hadde fått sett på meldingsutkastet, men at gjennomføringen av Asset Purchase Agreement var forventet å skje 30. mars 2020 i forbindelse med et planlagt møte mellom Angelini og GSK. Det var også forventet at Angelinis kommunikasjonssjef tok sikte på at meldingen ville bli klargjort fra Angelinis side etter gjennomføringen av Asset Purchase Agreement. Det kunne til sist forventes (og skulle bli avklart internt) at kommunikasjonssjefen i Angelini kontaktet Navamedic umiddelbart etter at gjennomføringen av Asset Purchase Agreement hadde funnet sted.<sup>15</sup>

Navamedic besvarte eposten og oversendte samme dag kl. 14.24 distribusjonsavtalen, signert av Selskapets administrerende direktør, samt COO. I denne anledning spurte Navamedic hvorvidt det ville være OK å offentliggjøre børsmeldingen 31. mars 2020. Navamedic informerte videre om at dersom ingen tilbakemeldinger fra Angelinis kommunikasjonssjef ble gitt innen arbeidsdagen 30. mars 2020, ville det bli ansett som at Navamedics utkast til børsmeldingen var blitt akseptert av Angelini.<sup>16</sup>

Den 30. mars 2020 kl. 12.56 mottok Selskapet epost fra Angelinis kommunikasjonssjef, hvor det fremgår at versjon 3 av Navamedics børsmelding hadde blitt godkjent både av Angelini og GSK. Angelini ønsket imidlertid å avklare at offentliggjøringen ville finne sted etter den formelle signeringen av avtalen, (Selskapet fremholder at Angelini her refererer til endelig gjennomføring av Asset Purchase Agreement). Angelini følger i samme epost opp ved å spørre om at det å avvente offentliggjøringen også ville være greit for Navamedic. Navamedic besvarte eposten samme dag, kl. 13.21 ved å spørre eksakt når gjennomføringen av Asset Purchase Agreement vil finne sted, og svarte at det måtte avklares med CEO om offentliggjøringen kunne avvendes frem til 31. mars 2020. Navamedic henviste videre til at avtalen mellom Angelini og Navamedic allerede ble signert 27. mars 2020.<sup>17</sup>

Klokken 13.26 samme dag svarte Angelinis kommunikasjonssjef at børsmeldingen kunne offentliggjøres dagen etter, altså den 31. mars 2020, dersom dette også var OK for Navamedic. Navamedic besvarte eposten kl. 13.28 ved å bekrefte at offentliggjøringen ville skje 31. mars 2020 før børsåpning.<sup>18</sup>

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

#### **4. Børsens undersøkelser**

Navamedic v/CFO ringte til Oslo Børs den 30. mars 2020 kl. 09.13. I samtalen ble børsen informert om at Selskapet hadde signert en distribusjonsavtale med Angelini, og at dette var å betrakte som innsideinformasjon grunnet størrelsen på avtalen. Selskapet informerte videre om at informasjonen

---

<sup>13</sup> Vedlegg 16 side 8 punkt 2, samt definisjoner av vedrørende «APA» og «Condition Precedent» på s. 3 og 4.

<sup>14</sup> Vedlegg 9.

<sup>15</sup> *Ibid.*

<sup>16</sup> Vedlegg 10.

<sup>17</sup> Vedlegg 11.

<sup>18</sup> Vedlegg 12 og 13.

ville bli meddelt markedet senere på dagen eller dagen etter. Oslo Børs informerte i denne anledning Selskapet om at det var tvilsomt at vilkårene for utsatt offentliggjøring var oppfylt for det tilfellet at avtalen allerede var inngått.

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

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

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

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

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

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

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

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

Oslo Børs viste i svarbrev av 30. juni 2020 til pressemelding fra Angelini datert 7. mars 2020, hvor det ble opplyst at Angelini hadde anskaffet rettighetene til ThermaCare®. Oslo Børs ba i denne anledning Selskapet om ytterligere klargjøring av forholdet mellom Angelini og tredjeparten, herunder hvilke

rettigheter som var reservert frem til 30. mars 2020, samt en fremstilling av avtalevilkårene knyttet til offentliggjøring av avtaleinngåelsen mellom Angelini og Navamedic.

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

Forhåndsvarsel angående brudd på plikten til å offentliggjøre innsideinformasjon og brudd på utsteders opplysningsplikt til Oslo Børs ble sendt til Selskapet den 31. august 2020.<sup>19</sup>

## 5. Selskapets anførsler og fremstilling av saken

Etter Selskapets mottak av forhåndsvarselet, ble det den 14. september 2020 avholdt møte mellom Selskapet og Oslo Børs om forhåndsvarselet og avtaleinngåelsen mellom Navamedic og Angelini. Den 17. september 2020 ble det inngitt skriftlige kommentarer til forhåndsvarselet fra Selskapet.<sup>20</sup> Selskapet anfører i sine kommentarer til forhåndsvarselet at det ikke forelå innsideinformasjon før børsen ble kontaktet på morgenen 30. mars 2020. Bakgrunnen er i henhold til Selskapet følgende:

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

---

<sup>19</sup> Vedlegg 17.

<sup>20</sup> Vedlegg 18.

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

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

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

## **6. Utsteders forpliktelser vedrørende informasjonshåndtering**

### **6.1. Informasjonsplikt i markedet**

Etter vphl. § 5-2 (1), jf. Løpende forpliktelser pkt. 3.1.1, skal børsnoterte selskaper uoppfordret og umiddelbart offentliggjøre innsideinformasjon som direkte angår utsteder. Innsideinformasjon er definert i vphl. 3-2 (1):

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

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

De to første hovedvilkårene i definisjonen av innsideinformasjon (dvs. kravet om at opplysningene skal være presise og påvirke kursen merkbart) er nærmere utdypet i vphl. § 3-2 (2) og (3):

*“Med presise opplysninger, menes opplysninger som indikerer at en eller flere omstendigheter eller begivenheter har inntruffet eller med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe og som er tilstrekkelig spesifikke for å trekke en slutning om den mulige påvirkningen av disse omstendighetene eller begivenhetene på kursen til de finansielle instrumentene eller de tilknyttede finansielle instrumentene.*

*Med opplysninger som er egnet til å påvirke kursen til finansielle instrumenter eller tilknyttede finansielle instrumenter merkbart, menes opplysninger som en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning.”*

Etter det første hovedvilkåret må opplysningene i det minste indikere at en omstendighet har inntruffet, eller med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe. Verken ordlyden, forarbeider eller praksis begrenser hva som saklig kan utgjøre en opplysning, gitt at de øvrige vilkårene er innfridd. Videre må opplysningene, ifølge vphl. § 3-2 (2), være såpass spesifikke at det kan trekkes en slutning om opplysningenes mulige påvirkning på prisen til det aktuelle finansielle instrumentet. Kravet loven stiller til opplysningenes presisjon innebærer en avgrensning mot rykter og spekulasjoner, jf. Ot. prp. nr.12 (2004-2005) pkt. 4.5. Finanstilsynet la i forbindelse med direktivgjennomføringen til grunn at

opplysninger kan være presise selv om de ikke er fullstendige, entydige, endelige eller ubetingede, forutsatt at de er tilstrekkelig spesifikke.<sup>21</sup>

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

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

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

## 6.2. Børsnoterte selskapers opplysningsplikt til Oslo Børs

Av vphl. § 12-2 (7) følger det at:

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

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

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

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

## 7. Vurdering av informasjonsplikten

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

---

<sup>21</sup> Høringsnotat av 1. mars 2004 side 15 «Begrenset revisjon av verdipapirhandelloven mv. – implementering av EUs markedsmissbruksdirektiv.»



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

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

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

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

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

Selskapet har over en lengre periode hatt en uttalt strategi om å vokse i Benelux og særlig i Nederland.<sup>22</sup> Inngåelsen av distribusjonsavtalen var dermed i tråd med Selskapets geografiske vekststrategi. Avtalen knytter seg til et smertelindringsprodukt og faller inn under et segment hvor Navamedic ikke har hatt produkter eller rettigheter forut for avtaleinngåelsen.<sup>23</sup> Virkningen av avtaleinngåelsen var således at den utvidet, samt diversifiserte Navamedics portefølje til et marked hvor Selskapet ikke tidligere hadde et klart fotfeste.

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

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

At avtaleinngåelsen ville ha en merkbar kurseffekt overfor Navamedics aksje, indikeres også av handelen som fulgte i perioden etter publiseringen av selskapets børsmelding. Selskapet har imidlertid anført at kursvirkningen som fant sted ved offentligjøringen, 31. mars 2020, hadde bakgrunn i at aksjekursen hadde vært presset i den forutgående perioden som følge av emisjonen som ble plassert 18. februar 2020. Oslo Børs bemerker imidlertid at denne emisjonen ble plassert nært opp mot markedskurs (emisjonskurs NOK 19 mot sluttkurs NOK 19,50 samme dag) og videre ledet til kursoppgang de påfølgende dagene, frem til aksjen nådde toppnotering, den 21. februar 2020 på NOK 22,40 per aksje. Det etterfølgende kursfallet de påfølgende ukene speiler videre utviklingen av hovedindeksen («OSEBX») i samme periode, som sannsynligvis ble påvirket av den nasjonale og

---

<sup>22</sup> Se bla. Selskapets børsmelding av 13.02.2020, 07:00 vedrørende resultat for Q4 2019.

<sup>23</sup> Navamedics Q2 og 1H rapport for 2020 s. 3 og 4.

<sup>24</sup> MergerMarket nyhetsmelding av 8. mars 2020 inntatt som vedlegg 5.

verdensomspennende utviklingen av COVID-19-utbruddet. Børsen kan derfor ikke se at det forelå et særlig press i Selskapets aksjekurs i forbindelse med den nevnte emisjonen, som medvirket til kursøkningen på 13,3 % samme dag som offentliggjøringen av avtaleinngåelsen om distribusjonsrettighetene for ThermaCare®. Børsen peker videre på at Selskapets aksjekurs har etablerte seg på et høyere nivå etter offentliggjøringen av distribusjonsavtalen.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Det vises i denne forbindelse til at GSK avholdt auksjonsprosessen om kjøpet av ThermaCare® allerede høsten 2019. Asset Purchase Agreement ble etterfølgende forhandlet og utformet av Angelini og GSK, før den ble inngått av partene den 8. desember 2019.<sup>25</sup> Asset Purchase Agreement og medfølgende avtaledokumentasjon ble deretter sendt til EU-kommisjonen som del av den begrunnede søknaden om overdragelse av rettighetene til ThermaCare® fra GSK til Angelini, den 15. desember 2019.<sup>26</sup>

EU-kommisjonens behandling av transaksjonen mellom GSK og Angelini rettet seg ikke bare mot Angelinis konkurranserettslige uavhengighet fra GSK, men også mot det innholdsmessige i den undertegnede avtaledokumentasjonen. Oslo Børs påpeker også at avtalen mellom Angelini og GSK var inngått på tidspunktet dokumentasjonen ble tilsendt EU-kommisjonen, noe som fremgår av definisjonen av «APA» (Asset Purchase Agreement) i distribusjonsavtalen mellom Angelini og Navamedic.<sup>27</sup>

Mottak av EU-kommisjonens godkjenning fant sted 2. mars 2020.<sup>28</sup> I godkjenningen fremgår det at Grant Thornton UK LLP også overprøvde omfanget og rekkevidden av overdragelsen av ThermaCare® i relasjon til de konkurranserettslige implikasjonene gjennomføringen av avtalen ville ha for GSK.<sup>29</sup>

Det vises videre til pressemeldingene publisert av GSK og Angelini, i tillegg til artikkelen inntatt i italienske *Corriere Della Sera's L'Economia*, hvor det i sistnevnte fremgår at Angelini hadde investert EUR 190 millioner i overdragelsen av ThermaCare®.<sup>30</sup>

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

---

<sup>25</sup> Vedlegg 16 s. 3 i definisjonen av «APA».

<sup>26</sup> Vedlegg 1 s. 2-3.

<sup>27</sup> Vedlegg 16 s. 3.

<sup>28</sup> Se datert vedlegg 1 og vedlegg 7 annet avsnitt.

<sup>29</sup> Vedlegg 1 s. 3 premiss 4.

<sup>30</sup> Se vedlegg 4 og 5.

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

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

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

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

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

Lovens hovedregel er at innsideinformasjon som direkte angår utstederen skal offentligjøres uoppfordret og umiddelbart, jf. vphl. 5-2 (1) slik det også følger av Løpende forpliktelser pkt. 3.1.1 (1). Selskapet offentliggjorde avtaleinngåelsen med Angelini først på morgenen 31. mars 2020. Navamedic har dermed brutt informasjonsplikten overfor markedet over en periode på 10 handelsdager.

## **8. Utsteders opplysningsplikt til Oslo Børs**

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

Hvilken informasjon som skal fremlegges til børsen begrenser seg, i henhold til vphl. § 12-2 (7), jf. også Løpende forpliktelser pkt. 2.6 (5) til det som er «nødvendig» for Oslo Børs' vurdering i det enkelte tilfelle. Kravet til nødvendighet må anses å henvise til en forholdsmessighetsvurdering hvor også utsteders lojalitetsplikt overfor børsen vil måtte hensyntas. Oslo Børs skal i henhold til fremsatte forespørsler overfor utstederen gis relevante, korrekte og helhetlige opplysninger som gjør Oslo Børs i

stand til å gjøre en vurdering av sakens faktiske forhold og hvorvidt lovens og børsens regelverk er overholdt.

I kravet til opplysningenes relevans ligger det at utstederen ikke har adgang til å fremlegge så vidt omfattende dokumentasjon om omkringliggende forhold at de relevante momentene forsvinner i mengden av fremsatte opplysninger. Det må gjøres en konkret vurdering av hvilken dokumentasjon som påkreves fremlagt.

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

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

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

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

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

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

I Selskapets svarbrev av 23. juni 2020 fremgikk følgende:

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

---

<sup>31</sup> Vedlegg 15.

*essensielt for at avtalen mellom Angelini og Navamedic i det hele tatt kunne inngås, og denne bekreftelsen fikk vi som sagt på ettermiddagen 30. mars.»*

Det ble imidlertid ikke opplyst til børsen at Angelini allerede 7. mars 2020 (24 dager forut for Navamedics offentliggjøring av avtaleinngåelsen) publiserte en pressemelding om at rettighetene til ThermaCare® uforbeholdent var ervervet utenfor det nord-amerikanske markedet.<sup>32</sup> At Angelinis rettigheter vedrørende ThermaCare® ble avklart på et tidligere tidspunkt enn det Navamedic opplyste om, var videre underbygget av ytterligere pressemeldinger fra Angelinis morselskap og GSK<sup>33</sup> hvor det også ble opplyst at EU-kommisjonen hadde godkjent overdragelsen av rettighetene til ThermaCare®.<sup>34</sup> Opplysningene som fremgikk av de henviste pressemeldingene syntes dermed for børsen ikke å samsvare med det Selskapet opplyste til Oslo Børs den 23. juni 2020.

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

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

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

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

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

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

---

<sup>32</sup> Vedlegg 3.

<sup>33</sup> Vedlegg 2 og 6.

<sup>34</sup> Vedlegg 1.

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

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

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

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

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

## **9. Sanksjon**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

#### **10. Vedtaket truffet av Oslo Børs**

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

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