

## **BØRSKLAGENEMNDEN – SAK 2/2022 – AINMT ASA**

Avgjørelse 29. august 2022 av klage fra Roy Mosvold, Hellesund Holding Ltd, Vaglen AS og Memento AS over Oslo Børs' vedtak 20. mai 2022 om at det ikke forelå grunnlag for å pålegge Lyse AS tilbudsplikt i AINMT ASA som følge av kjøp av den underliggende virksomheten til AINMT ASA, jf. lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) § 6-1 (1) jf. § 6-8 (3).

### **1. KLAGESAKEN OG BØRSKLAGENEMNDENS SAMMENSETNING**

Oslo Børs ASA (heretter «Oslo Børs» eller «børsen») fattet 20. mai 2022 følgende vedtak:

«Det foreligger ikke grunnlag for å pålegge Lyse AS tilbudsplikt i AINMT ASA som følge av kjøpet av den underliggende virksomheten til AINMT ASA i henhold til verdipapirhandelloven § 6-1 (1), jf. § 6-8 (3).»

Roy Mosvold, Hellesund Holding Ltd, Vaglen AS og Memento AS (heretter «Klagerne») påklaget vedtaket 2. juni 2022. Klagen ble fremsatt av advokat Hans P. Bjerke i Bjerke Lowzow von Ahnen Advokatfirma AS (heretter hhv. «Bjerke» og «BLvA»). Klagen er rettidig. Klagerne er aksjonærer i AINMT ASA (heretter «AINMT») og eide per 30. juni 2022 7 276 974 aksjer, som tilsvarer ca. 3,6 % av aksjene. Det var Klagerne som fremsatte den opprinnelige begjæringen om å pålegge tilbudsplikt for Lyse AS (heretter «Lyse»), og Klagerne antas å ha rettslig klage interesse i saken, jf. forskrift 29. juni 2007 nr. 876 om verdipapirhandel (verdipapirforskriften) § 12-5 (1) jf. lov 10. februar 1967 om behandlingsmåten i forvaltningssaker (forvaltningsloven) § 28 første ledd.

Oslo Børs fant ikke grunn til å omgjøre vedtaket og oversendte 30. juni 2022 saken til Børsklagenemnden for behandling sammen med børsens merknader til klagen, jf. verdipapirforskriften § 12-5 sjette ledd og forvaltningsloven § 33 fjerde ledd.

Børsklagenemndens leder besluttet 1. juli å utsette fristen for nemndens behandling av saken, under henvisning til planlagt ferieavvikling og reisefravær hos både nemndens sekretariat og nemndens medlemmer, jf. verdipapirforskriften § 12-5 åttende ledd.

Ytterligere merknader i saken ble inngitt på vegne av Klagerne v/advokat Bjerke i BLvA 7. og 20. juli 2022 og på vegne av Lyse v/advokat Ervin Auren i Advokatfirmaet Thommessen AS 15. juli 2022. Når merknadene omtales, vises det normalt til Klagerne eller Lyse og ikke de representantene som har inngitt merknadene på deres vegne, så lenge ikke merknadene er inngitt av partene selv.

Børsklagenemnden har behandlet saken i møte. Ved behandlingen deltok Christian Lund (leder), Knut Bergo, Espen Klitzing, Jøril Mæland og Cecilie Kvalheim.

## 2. KORT OM SELSKAPET

AINMT ASA (ticker «AINMT») er notert på Oslo Børs. På Oslo Børs' nettsider fremgår følgende omtale, publisert av AINMT:

«AINMT is a holding company, previous owner of the telecom company ice (former name: Ice Group ASA).»

## 3. BAKGRUNN – FAKTISKE FORHOLD

I vedtaksbrevet og klagebehandlingen 20. mai og 30. juni 2022 har Oslo Børs redegjort for de faktiske forholdene som de har lagt til grunn for sin behandling av saken. I vedtaksbrevet 20. mai er de faktiske forholdene gjengitt slik på s. 1-2:

«AINMT og dets datterselskap AINMT Holdings AB («AINMT Holdings») inngikk avtale med Lyse og gjennomførte 30. mars 2022 salg av Ice Group Scandinavia Holdings AS («IGSH»), Phonepartner Norge Holding AS, Ice Retail Holding AS, et krav mot IGSH («AINMT-Lånet») og i tillegg alle eiendeler og aksjer som normalt hører til virksomheten («Transaksjonen»). Avtalen ble godkjent av styret og generalforsamlingen i AINMT Holdings og av styret og generalforsamlingen i AINMT. I sistnevnte selskap ble kjøpekontrakten godkjent på generalforsamlingen 21. mars 2022 med 94,5 % av stemmene på generalforsamlingen, tilsvarende 82,5 % av total aksjekapital. Verdien av Transaksjonen er ca. NOK 5.650 millioner og det forventes at AINMT mottar brutto kontantproveny på ca. NOK 3.000 millioner etter gjennomføring av Transaksjonen.

I denne sammenheng har AINMT inngått en avtale med Goldentree vedrørende den tidligere konflikten mellom GoldenTree og AINMT Holdings i forbindelse med AINMT-Lånet mellom GoldenTree, visse andre långivere og AINMT Holdings. AINMT Holdings har inngått en betinget forliksavtale med GoldenTree og de andre långiverne under låneavtalen, hvor partene er enige om betaling fra AINMT Holdings på ca. NOK 1.550 millioner.»

Ved klagebehandlingen inntok børsen omtale av presiseringer og kommentarer om de faktiske forholdene inngitt av sakens parter, se s. 3-5 (sitatene er avgrenset mot anførsler om betydningen av faktiske forhold):

«- (...)Salget omfattet hele den operative virksomheten i konsernet. Det vises til børs melding fra AINMT 18. februar 2022 der det blant annet gjengis følgende: «After closing of the Transaction, the Company expects that there will only be a limited residual amount left for the equity holders.»

- Etter gjennomføring av salget er verdiene i AINMT redusert til en kontantbeholdning på ca. NOK 82 millioner, hvilket utgjør NOK 0,4059 per aksje.
- 17. februar 2022, dagen før salget til Lyse ble kunngjort, hadde aksjene i AINMT en sluttkurs på NOK 2,42. Da salget ble kunngjort om morgenen 18. februar 2022 sank markedsverdien med ca. 60 % til en sluttkurs på NOK 0,922 og de underliggende verdiene i selskapet er redusert til ca. NOK 0,40 per aksje.

- På salgstidspunktet hadde AINMT behov for refinansiering av et obligasjonslån i Ice Group Scandinavia Holdings AS med forfall i april 2022. Lånets pålydende var NOK 800 millioner og ble søkt forlenget, men forslaget om forlengelse ble trukket etter inngåelsen av avtalen med Lyse. AINMT søkte ikke å finansiere innfrielse av obligasjonslånet gjennom en fortrinnsrettsemisjon, men solgte altså hele den underliggende virksomheten i konsernet for å innfri gjeldsforpliktelsene.

(...)

- (...) I henhold til kjøpekontrakten ervervet Lyse aksjene i Ice Group Scandinavia Holdings AS, Phonepartner Norge Holding AS og Ice Retail Holding AS, samt enkelte varemerker og fordringer. Lyse overtok ikke aksjene i AINMT eller aksjene i dets heleide datterselskap AINMT Holdings AB («AINMT Holdings»), som begge var Lyses motparter i kjøpekontrakten. AINMT Holdings finansierte i betydelig grad AINMT-konsernet ved at selskapet blant annet var låntaker og dermed part i tvisten med kreditorene omtalt som «Goldentree». Hvilke aktiva, rettigheter og forpliktelser som lå igjen i de to selskapene Lyse ikke ervervet aksjene i, har Lyse ingen detaljert oversikt over. (...)»

#### 4. BØRSENS VEDTAK

Oslo Børs vurderer i vedtaket 20. mai 2022 om det er grunnlag for å pålegge Lyse AS tilbudsplikt i AINMT ASA i forbindelse med kjøp av aksjer i datterselskap til AINMT.

Oslo Børs mottok, i tillegg til begjæringen 13. april 2022 fra Klagerne om å pålegge tilbudsplikt, merknader fra Lyse (ikke via representant) i epost 26. april 2022 (børsen hadde også korrespondanse med advokat Marius Moursund Gisvold i Advokatfirmaet Gisvold AS på vegne av AINMT, men AINMT anses ikke av børsen som part i saken).

Børsen innleder med å vise til at det krever klar hjemmel i verdipapirhandelloven å pålegge tilbudsplikt. Børsen viser til at Lyse ikke har kjøpt aksjer i AINMT, noe som gjør at vilkåret for tilbudsplikt i verdipapirhandelloven § 6-1 (1) om å bli «eier av aksjer som representerer mer enn 1/3 av stemmene i et norsk selskap hvis aksjer er notert på norsk regulert marked (notert selskap)», ikke er oppfylt. Børsen viser videre til at det ikke med tilknytning til saken her har vært endringer i eierskapet i AINMT, slik at det heller ikke har vært et kontrollskifte i tilbudsreglens forstand, selv om en annen part har overtatt kontroll over AINMTs tidligere underliggende virksomheter.

Børsen bemerker at det er legitimt å tilpasse seg reglene om tilbudsplikt, og at det er helt normalt at det gjøres av aktørene i verdipapirmarkedet. Børsen bemerker videre at tilbudsplikt er meget inngripende for parter som pålegges dette, og at det kreves forutberegnelighet for aktørene.

Børsen viser til at salget av underliggende virksomheter ble godkjent av styret og generalforsamlingen i både AINMT og AINMT Holdings – i AINMT med 94,5 % av stemmene (82,5 % av aksjekapitalen). Børsen viser til at det finnes ulike selskapsrettslige regler som verner bl.a. aksjonærer, med tilhørende mekanismer for å fremme sine interesser. Børsen avslutter sine vurderinger i vedtaket slik:

«Styret i AINMT har kommunisert til markedet at det etter en grundig prosess og etter å ha vurdert alle tilgjengelige alternativer, så var styret enstemmig av den oppfatning at Transaksjonen var det eneste tilbudet mottatt som hadde nødvendig støtte blant aksjonærer og långivere til å ha en realistisk sjanse til å bli gjennomført, samtidig som det ga AINMT-konsernet mulighet til å oppfylle sine finansieringsforpliktelser og sikre kreditorenes krav mot AINMT-konsernet, ref. innkalling til generalforsamling avholdt 21. mars 2022.

Basert på dette er Oslo Børs av den klare oppfatning at det ikke finnes noen hjemmel for å pålegge Lyse tilbudsplikt etter verdipapirhandelloven og slik sett at forholdet faller utenfor reglene for tilbudsplikt.»

## **5. KLAGERNES ANFØRSLER**

Til sakens faktum anfører Klagerne at det er misvisende av børsen å omtale Lyses kjøp som å omfatte «enkelte datterselskaper av det noterte selskapet», og viser til at salget omfatter hele den operative virksomheten i konsernet, jf. AINMTs børsmelding 18. februar 2022. I tillegg bemerker Klagerne at AINMT på salgstidspunktet hadde behov for refinansiering av et obligasjonslån med forfall i april 2022, pålydende NOK 800 millioner. Lånet ble forsøkt forlenget, men forslaget ble trukket etter inngåelsen av avtalen med Lyse. Klagerne mener AINMT ikke søkte å finansiere innfrielse av lånet gjennom fortrinnsrettsemisjon, men i stedet solgte hele den underliggende virksomheten i konsernet.

Fra børsens vedtak i klageomgangen gjengis innholdet i Klagernes rettslige anførsler her (se klagevedtaket 30. juni 2022 punkt 3.1):

Klagerne mener spørsmålet er om Lyses kjøp av AINMTs underliggende virksomhet representerer en omgåelse av tilbudsplikten i verdipapirhandelloven § 6-1 (1). Klagerne mener anvendelse av de generelle ulovfestede reglene om omgåelse ikke gjør det påkrevd med en klar hjemmel i verdipapirhandelloven, siden omgåelsen gjelder hjemmelen for å tilbudsplikt. Klagerne anfører at generelle regler om omgåelse er utviklet i rettspraksis fra Høyesterett (HR-2006-1749-A, HR-2012-2022-A, HR-1995-4-A), uavhengig av om disse gjaldt tilbudsplikt. Klagerne viser også til Børsklagenemndens vurderinger av markedsaktørers tilpasning til tilbudspliktreglene (OKBN-2006-7 Sinvest, OKBN-2019-1 Belships), selv om sistnevnte sak gjorde det unødvendig å vurdere ulovfestet omgåelse som følge av hjemmelen for tilbudsplikt i fusjonstilfeller i verdipapirhandelloven § 6-2 (2).

Under henvisning til OKBN-2006-7 Sinvest anfører Klagerne at en forutsetning for å akseptere tilpasninger til reglene som legitime, er at tilpasningen er lojal til reglenes formål. Klagerne viser til at formålet med reglene om tilbudsplikt er minoritetsvern ved at aksjonærene skal gis mulighet til å selge sine aksjer i selskapet til «fair price» når selskapet er gjenstand for et kontrollskifte, jf. også «Takeover»-direktivet (direktiv 2004/25/EF) artikkel 5 nr. 1. Klagerne anfører at det uttalte formålet om minoritetsvern i en omgåelsessituasjon må gå foran hensynet til forutberegnelighet for den som har søkt å tilpasse seg regelverket.

Når det gjelder betydningen av at et vedtak om å pålegge tilbudsplikt er inngripende, viser Klagerne til at det for minoritetsaksjonærene medfører et tilsvarende tap dersom tilbudsplikt ikke pålegges. Klagerne anfører at også her må hensynet til minoritetsaksjonærene veie tyngre enn hensynet til den som i en omgåelsessituasjon pålegges tilbudsplikt, siden formålet med tilbudsplikten er minoritetsvern.

Videre anfører Klagerne at generalforsamlingsvedtaket i AINMT om å godkjenne salget til Lyse er ugyldig, siden det anføres å gi Lyse og/eller aksjonærer som var kreditorer en urimelig fordel på bekostning av øvrige aksjonærer/selskapet, jf. allmennaksjeloven § 5-21. Styret anføres, gjennom salget av underliggende virksomhet i AINMT, å ha fratatt Klagerne muligheten til selv å vurdere et salg av sine aksjer, jf. Takeover-direktivet artikkel 3 nr. 1 bokstav c. Klagerne mener at mens det for unoterte selskaper er mulig for styre og generalforsamling å treffe vedtak om salg av underliggende virksomhet, begrenser tilbudspliktreglene kompetansen for styre og generalforsamlingen i noterte foretak.

Klagerne bemerker at fusjoner, som krever generalforsamlingsvedtak med kvalifisert flertall, i utgangspunktet er unntatt tilbudsplikt, men at det i «særlige tilfeller» kan pålegges tilbudsplikt. Klagerne mener det samme må gjelde for regulære kjøp av den børsnoterte konsernspissens underliggende virksomhet til en pris som ligger langt under aksjenes omsetningskurs – hvis ikke, vil tilbudspliktreglenes formål om minoritetsvern undergraves.

Når det gjelder en eventuell tilbudspris, viser Klagerne til at Lyse ikke har ervervet aksjer i AINMT, og at tilbudsprisen derfor kan fastsettes i medhold av verdipapirhandeloven § 6-10 (4) til minst NOK 2,42 per aksje, som er aksjenes sluttkurs før Lyses kjøp av den underliggende virksomheten ble kunngjort.

## **6. ANFØRSLER FRA LYSE**

Lyse mener Klagernes fremstilling av AINMTs salg av datterselskaper til Lyse ikke er presis. Lyse kjøpte aksjene i tre foretak samt enkelte varemerker og fordringer. Lyse kjøpte ikke aksjer i AINMT ASA eller AINMT Holdings AS. Sistnevnte finansierte i betydelig grad AINMT-konsernet, ved at de bl.a. var låntaker og dermed part i tvist med kreditorene omtalt som «Goldentree». Hvilke aktiva, rettigheter og forpliktelser som lå igjen i de øvrige selskapene i konsernet Lyse ikke kjøpte, mener de at de ikke kunne ha oversikt over. Lyse mener det faktum Oslo Børs har lagt til grunn, er riktig. For øvrig er Lyse ikke enig med Klagerne i at det er relevant å vise til utviklingen i aksjekursen etter transaksjonen med Lyse og kontrollpremie. Lyse viser til at aksjekursen er en funksjon av volum, markedets vurdering av informasjon og rådende markedsforhold.

Fra børsens vedtak i klageomgangen gjengis her innholdet i anførselene fra Lyse (se klagevedtaket punkt 3.2):

Lyse viser til at reglene om tilbudsplikt gjelder der man erverver stemmeberettigede aksjer i selskap notert på regulert marked. Siden verken Lyse eller Lyses nærstående har ervervet slike aksjer i AINMT, kommer ikke tilbudspliktreglene til anvendelse. Lyse anfører at det

krever klar lovhemmel å pålegge noen å erverve aksjer, som følge av utgangspunktet om kontraheringsfrihet. Verdipapirhandelloven § 6-1 anføres ikke å ramme innmatstransaksjoner, virksomhetsoverdragelser eller aksjekjøp i datterselskap.

Lyse anfører at det kan være helt legitime grunner til at det inngås avtale med det børsnoterte selskapet fremfor at man kjøper aksjer i selskapet, f.eks. at selskapet har aktiva, rettigheter, forpliktelser eller andre kontraktsposisjoner som kjøper ikke ønsker å overta, eller at det er nødvendig med større fleksibilitet i forbindelse med myndighetsgodkjenninger og gjeldsforfall før avklaring av alle betingelser for gjennomføring. Lyse bemerker at det er eksempler fra det siste tiåret på børsnoterte selskap som har solgt hele eller store deler av virksomhetene sine, uten at det har reist spørsmål om tilbudsplikt.

Siden ingen aksjonærer i AINMT har solgt aksjer til Lyse, anfører Lyse at ingen har fått en del av en kontrollpremie som andre ikke fikk ta del i, som anføres å være en av hovedbegrunnelsene for tilbudspliktreglene. Dette skiller saken vesentlig fra OBKN-2019-1 Belships.

Videre mener Lyse tilbudspliktreglene må sees i sammenheng med regelverk som ivaretar minoritetsaksjonærers interesser. Som aksjonær i et selskap der det foreslås å selge aksjer eller eiendeler, utøver man sine rettigheter på generalforsamlingen.

Lyse anfører at ulovfestede omgåelsesregler ikke kommer til anvendelse. Det anføres at slike må knyttes direkte til bestemmelsene som påstås omgått, og kan ikke anvendes generelt. I alle tilfelle må det kreves at handlingen er en uakseptabel omgåelse. Lyse peker på følgende som argumenter mot at det finnes ulovfestede regler om omgåelse som kan etablere tilbudsplikt:

- Transaksjonen er verken illojal eller rettsstridig, og det er heller ikke grunnlag for at det foreligger omgåelseshensikt.
- Å pålegge tilbudsplikt er svært inngripende, og hensynet til forutberegnelighet skal veie tungt ved tolkningen av tilbudspliktreglene. Klagerne anføres å ha vist verken til rettspraksis, teori eller reelle hensyn som tilsier å fravike ordlyden i verdipapirhandelloven.
- Lovgiver anføres å ha vært bevisst potensielle omgåelsesmuligheter ved utformingen av verdipapirhandelloven, slik at dette er direkte regulert i loven og tilhørende forskrift. Lyse mener det ikke er rom for å supplere disse med ulovfestede omgåelsesnormer. Til sammenligning anføres det å være større rom for dette i aksjelovens system.
- Å anvende tilbudspliktreglene på erverv av aktiva fra børsnoterte foretak vil lede til utfordrende tilstander med hensyn til å praktisere reglene i verdipapirhandelloven kapittel 6. Her nevnes hva eller hvor mye som må erverves for å utløse tilbudsplikt, hvordan tilbudsprisen skal fastsettes mv.
- Klagers anførsler om tilbudspris og oppgjør anføres å være uklar – Lyse har betalt markedspris for aktiva fra selger i en lovlig gjennomført transaksjon i henhold til gjeldende regelverk. Lyse mener det er vanskelig å forstå at lovgiver skal ha ment at

Lyse også må kjøpe samtlige av aksjene i en av selgerne, som har mottatt og allerede kan ha disponert over vederlaget. Lyse bemerker at det medfører at Lyse betaler to ganger.

## **7. BØRSENS VURDERINGER I KLAGEOMGANGEN**

Etter å ha gått gjennom anførselene fra partene om de faktiske sidene av saken, konkluderer Oslo Børs med at anførselene ikke vil ha innvirkning på børsens vurderinger av saken. Børsen vurderer deretter de rettslige anførselene fra partene.

Børsen legger til grunn som ubestridt at det ikke foreligger tilbudsplikt etter verdipapirhandelloven § 6-1 (1), da Lyse ikke har kjøpt aksjer i AINMT. Børsen legger videre til grunn at det ikke har skjedd et kontrollskifte i AINMT, noe som anses å være helt sentralt med hensyn til tilbudspliktreglene. Børsen bemerker at Lyse slik sett heller ikke har betalt en kontrollpremie som minoritetsaksjonærer i AINMT ikke har fått ta del i.

Til anførselene om å pålegge tilbudsplikt på ulovfestet grunnlag, bemerker børsen først at rettspraksisen det er vist til, ikke gjelder tilbudsplikt. Børsen går også gjennom øvrige anførsler, herunder relevansen av OKBN-2006-7 Sinvest, som børsen påpeker gjaldt en konkret vurdering av et forpliktende samarbeid mellom parter etter dagjeldende verdipapirhandellov § 4-5 jf. § 1-4 nr. 5. Oslo Børs anser at uttalelsene fra Børsklagenemnden i den saken ikke gir noe ytterligere i forbindelse med vurderingen av omgåelse i herværende sak.

Oslo Børs peker, på samme måte som Lyse (jf. over i punkt 6), til at verdipapirhandellovens og -forskriftens regler om tilbudsplikt er et relativt avgrenset område med egne regler, der det bl.a. er egne regler om konsolidering som skal hindre mulige omgåelser, herunder den særskilte hjemmelen i verdipapirhandelloven § 6-2 (2) om å pålegge tilbudsplikt i «særlige tilfeller». Børsen mener det er særlige hensyn som gjør seg gjeldende på skatterettens område, som gjør at det ikke er direkte overførbart til spørsmål om tilbudsplikt. Videre bemerker børsen at høyesterettspraksisen det er vist til, gjelder omgåelse av stemmerettsbegrensninger og konsolidering av aksjonærrettigheter under aksjelovens regler. Oslo Børs påpeker, slik Lyse anførte, at det i aksjeloven i mindre grad er mekanismer for å forhindre omgåelse, noe som gjør at det i større grad er naturlig at det er blitt lagt til grunn omgåelsesbetraktninger på området. På denne bakgrunnen kan ikke børsen se at Klagernes anførsler om omgåelse av reglene om tilbudsplikt endrer de juridiske utgangspunktene for saken.

Oslo Børs vurderer deretter opplysningene om at gyldigheten av AINMTs vedtak om salget til Lyse vil bli prøvd av domstolene. Børsens oppfatning er at dette er sentralt i saksforholdet og noe som ikke er egnet til behandling gjennom tilbudspliktreglene. Børsen viser til det som også ble påpekt i vedtaket, om at selskapsrettslige regler og mekanismer som aksjonærer kan utnytte for å følge opp sine rettigheter og ettergå utøvelsen av selskapets plikter.

Børsen viser til at børsnoterte foretak fra tid til annen, i større eller mindre grad, selger underliggende virksomhet. Vederlaget, eventuelt nettovederlaget, i slike transaksjoner antas å

gjenspeiles i morselskapet, noe børsen legger til grunn har skjedd også her. Om vederlaget kunne vært høyere, mener børsen verken er opp til Oslo Børs å vurdere eller relevant for reglene om tilbudsplikt. Børsen bemerker at den resterende kontantbeholdningen på NOK 82 millioner, sett opp mot oppgitt transaksjonsverdi på ca. NOK 5,65 milliarder, illustrerer at konsernet hadde betydelig gjeld å betjene og en krevende økonomisk situasjon. Børsen bemerker videre at et enstemmig styre opplyste at transaksjonen var det eneste tilbudet som var mottatt og som hadde nødvendig støtte og realistisk sjanse til å bli gjennomført. At aksjekursen gikk fra NOK 2,42 17. februar 2022 til NOK 0,922 på dagen for annonsering av salget, gir etter børsens vurdering ikke uttrykk for annet enn aksjonærenes syn og verdipapirhandelens og konsernet i sin helhet på de angitte tidspunktene. Oslo Børs kan ikke tiltre Klagernes anførsel om at minoritetsaksjonærene har et særlig behov for beskyttelse.

Børsen er videre ikke enig i at det er relevant at man i fusjonstilfeller kan pålegge tilbudsplikt i «særlige tilfeller». Børsen viser til at fusjon innebærer erverv av aksjer i et notert selskap, som uten unntaksregelen for fusjoner ville vært omfattet av hovedregelen i verdipapirhandelloven § 6-1 (1). Det bemerkes også at fusjonsreglene kun gjelder fusjoner i det noterte selskapet selv, ikke datterselskaper.

Klagers anførsler knyttet til at selskapet trakk sitt forslag om å endre obligasjonslånet etter salget av underliggende virksomheter, finner ikke Oslo Børs grunn til å kommentere utover å påpeke at obligasjonslånet var i Ice Group Scandinavia Holdings AS – ett av selskapene som ble solgt til Lyse.

Avslutningsvis kommenterer børsen anførselene om tilbudspris. Siden Oslo Børs ikke ser grunnlag for å pålegge tilbudsplikt, har ikke børsen tatt stilling til anførselene eller spørsmålet om tilbudspris.

Oslo Børs konkluderer med at det i informasjonen og dokumentasjonen børsen har fått presentert, fortsatt ikke foreligger grunnlag for å pålegge Lyse tilbudsplikt i AINMT.

## **8. SENERE MERKNADER I KLAGESAKEN**

Senere i klagesaken ble det inngitt merknader fra Klagerne 7. juli, 20. juli og 26. august 2022. Lyse innga merknader 15. juli. I den grad merknadene gjentar anførsler inngitt før klageomgangen, blir disse i begrenset grad gjengitt på nytt.

### **8.1 Merknader fra Klagerne 7. juli 2022**

Merknader fra Klagerne til Lyses anførsler ble inngitt 7. juli 2022. I merknadene fastholder Klagerne at etter Lyses erverv, var det eneste som gjensto av virksomhet i AINMT-konsernet å forvalte kontantbeholdningen. Dersom dette bestrides, ber Klagerne om at Lyse fremlegger tilbudet til og avtalen med AINMT samt all korrespondanse som Lyse AS og selskapets finansielle rådgivere har hatt med AINMT ASA og dette selskapets finansielle rådgivere vedrørende tilbudet og avtalen som ble inngått.



Til Oslo Børs' påpekning av at formålet med tilbudspliktreglene er å fordele kontrollpremien mellom aksjonærene, anfører Klagerne at reglene også er ment å gi aksjonærene en mulighet til å selge sine aksjer til et rimelig vederlag ved kontrollskifte, altså avslutte investeringen i selskapet. Kravet til rimelig pris («equitable price») følger av take-over-direktivet artikkel 5.1 jf. artikkel 5.4.

Klagerne viser også til at avtalestrukturen mellom AINMT ASA og Lyse AS har hindret alternative budgivere. Det vises til børsmelding 18. mars 2022, der AINMT ASA omtalte et indikativt bud på NOK 1 per aksje, men at selskapet var bundet av avtalen med Lyse. Klagerne anfører at avtalen mellom Lyse og AINMT dermed har et innhold som forhindret konkurrerende bud. Klagerne bemerker at avtalen ikke er fremlagt, og at de ikke har fått tilgang til den.

Til opplysninger om at det fra selskapets side ble arbeidet med en fortrinnsrettsemisjon, bemerker Klagerne at de, selv om de var blant selskapets største aksjonærer, aldri ble invitert til å tegne aksjer. Roy Mosvold henvendte seg til både selskapets administrasjon og finansielle rådgivere om interessen, men fikk ikke svar.

Klagerne bemerker at det var Lyse som ønsket å erverve underliggende virksomhet fremfor å by på aksjene i AINMT. Klagerne anfører at AINMT og Lyse dermed har samarbeidet for å forhindre konkurrerende bud. Klagerne viser til takeover-direktivet artikkel 3.1 (c), der styret i målselskapet anføres å måtte handle i henhold til interessene for selskapet i sin helhet og ikke hindre aksjeeiere muligheten til selv å ta stilling til bud.

Klagerne anfører at rettsvirkningen ved omgåelse av rettslige normer er at de omgatte normene legges til grunn, jf. artikkel i Tidsskrift for Rettsvitenskap 2019/3-4 s. 269.

## **8.2 Lyses merknader 15. juli 2022**

Lyse viser til det som tidligere er sagt om hva ervervet fra AINMT faktisk omfattet og bemerker at betegnelsen på aktivaene i transaksjonene ikke kan ha betydning.

Til Klagernes anførsler om at styret og generalforsamlingen i AINMT burde ha handlet annerledes for å ivareta aksjonærenes interesser (under henvisning til avtalestrukturen som anføres å hindre alternative budgivere, at Klagerne ikke ble invitert til å tegne aksjer i en fortrinnsrettsemisjon og at selskapets styret skulle handlet i henhold til interessene for selskapet i sin helhet), anfører Lyse at dette er innsigelser som må rettes til selgerne, og ikke mot Lyse gjennom en klage til Oslo Børs og Børsklagenemnden.

Lyse anføres at det ikke kan holdes ansvarlig for interne beslutningsprosesser i AINMT, og at dette heller ikke kan danne grunnlag for tilbudsplikt. Til Klagernes anførsler om at Lyses transaksjon forhindret alternative løsninger for AINMT, synes Lyse å bemerke at det fremstår uklart hvilken relevans dette har for spørsmålet Børsklagenemnden skal behandle. Lyse anfører at påstanden er fremsatt mot bedre vitende, og viser til redegjørelser advokat Givold ga til Oslo Børs om AINMTs interne prosess i e-post 19. mars 2022. Lyse mener det fremgår

av redegjørelsen at «tiden var på vei til å renne ut» for AINMT som følge av likviditetsutfordringer og gjeldsforfall. Videre mener Lyse det er nokså åpenbart at AINMT, etter å ha inngått bindende avtale med Lyse, ikke kunne inngå avtaler med tredjeparter om salg av samme salgsgjenstander. Lyse mener videre at advokat Gisvolds redegjørelse viser at Klagernes anførsler om at Lyses vederlag ikke «reflekterer virksomhetens markedsverdi», er ubegrunnet.

### **8.3 Kommentarer fra Klagerne 20. juli 2022**

Til Lyses anførsler om at Klagernes innsigelser bør rettes til selgerne fremfor Lyse i klagesaken, anfører Klagerne at Lyse gjennom struktureringen av avtalen har inngått et forpliktende samarbeid med aksjonærer om å stemme for avtalen i AINMT og at de ved avtalen med målselskapet har hindret konkurrerende bud. Klagerne anfører at Lyse dermed må konsolideres med aksjonærene som forpliktet seg til å stemme for salget i AINMTs generalforsamling, jf. verdipapirhandelloven § 6-5 jf. § 2-5 nr. 5. Klagerne anfører at dersom det ikke var inngått et slikt forpliktende samarbeid, ville aksjonærene stå fritt til å stemme ned tilbudet fra Lyse og forfulgt det bedre konkurrerende tilbudet, ref. Klagernes merknader av 7. juli.

Til Lyses anførsler om AINMTs anstrengte likviditet og forestående gjeldsforfall, bemerker Klagerne at AINMT hadde innkalt til obligasjonseiermøte med anmodning om utsatt forfall, og at anmodningen, som følge av avtalen med Lyse, ble trukket rett før obligasjonseiermøtet skulle avholdes. Klagerne anfører at anstrengt likviditet ikke gir unntak fra tilbudspliktreglene for ervervet.

### **8.4 Avsluttende kommentarer fra Klagerne 26. august 2022**

Klagerne fremla i dette skrevet blant annet dokumentasjon som skulle underbygge at salget til Lyse omfattet hele den operative virksomheten til AINMT.

## **9. BØRSKLAGENEMNDENS BEMERKNINGER**

Hovedregelen om tilbudsplikt står i verdipapirhandelloven § 6-1 første ledd, som lyder slik:

Den som gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer mer enn 1/3 av stemmene i et norsk selskap hvis aksjer er notert på norsk regulert marked (notert selskap), plikter å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet. Tilbudsplikten bortfaller dersom det foretas salg i samsvar med § 6-8, jf. § 6-9.

Det børsnoterte selskapet i denne saken er AINMT ASA. Det er ikke erverv av aksjer i dette selskapet som begrunner kravet om at det er utløst tilbudsplikt. Bakgrunnen for kravet om at det er utløst tilbudsplikt i AINMT er at selskapet har inngått avtale med Lyse AS om salg av flere datterselskaper og andre eiendeler («Transaksjonen»). Børsklagenemnden legger til grunn at Transaksjonen i praksis omfattet hele den operative virksomheten i AINMT-konsernet. Klagerne gjør gjeldende at Transaksjonen utgjør en omgåelse av tilbudspliktregelen i verdipapirhandelloven § 6-1 første ledd og at ulovfestede regler om omgåelse gir grunnlag for å pålegge Lyse tilbudsplikt.

Børsklagenemnden vil først vise til at verdipapirhandelloven har forholdsvis detaljerte bestemmelser om hva som skal anses som et erverv som utløser tilbudsplikt, som også omfatter situasjoner som kan utgjøre omgåelsestilfeller. Av § 6-1 annet ledd nr. 1 følger det at erverv av mer enn 50 prosent av stemmene i et selskap hvis vesentligste virksomhet består i å eie aksjer i børsnotert selskap, også anses som et erverv omfattet av § 6-1 første ledd. I § 6-2 er det gitt særlige regler for erverv i form av blant annet arv og gave og ved fisjoner og fusjoner. I § 6-5 er det gitt regler om konsolidering med nærstående, som også inkluderer de man har et «forpliktende samarbeid» med, jf. § 2-5 nr. 5.

Erverv av den underliggende virksomheten til et børsnotert selskap – uten at aksjene i selskapet erverves – er etter ordlyden ikke dekket av verdipapirlovens tilbudspliktregler. Ingen av partene har heller vist til at en slik situasjon er omtalt i forarbeidene til bestemmelsene, og Børsklagenemnden kan heller ikke se at dette er omtalt i forarbeidene eller i andre relevante kilder.

Spørsmålet er imidlertid om det kan pålegges tilbudsplikt basert på en ulovfestet omgåelsesregel.

Tilbudspliktreglene gjennomfører bl.a. Norges forpliktelser etter direktiv 2004/25 om overtakelsestilbud, som etter sin ordlyd kun handler om kjøp av aksjer i børsnoterte selskaper, se definisjonen i artikkel 2. Direktivet er neppe til hinder for en norsk regel som også gjelder for innmatstransaksjoner, men dette er transaksjoner som typisk berører store verdier i børsmarkedet, der reglene skal praktiseres med virkning for en bred krets av nasjonale og internasjonale aktører innenfor og utenfor EØS-området. Her er rettslig forutsigbarhet et sentralt hensyn. På et utpreget kommersielt felt er det liten plass for fortolkninger som pålegger en aktør omfattende rettslige plikter uten støtte i lovens ordlyd eller praksis fra Høyesterett. Dette gjelder også i tilfeller der formålet med å strukturere transaksjonen slik er å unngå at det utløses tilbudsplikt.

Et hensyn bak reglene om tilbudsplikt er beskyttelse av minoritetsaksjonærene i målselskapet, «særlig ved at disse skal gis muligheten til å selge sine aksjer når kontrollen i selskapet endres, og til en pris som sikrer dem en del av den kontrollpremien tilbyder har betalt for sin posisjon i målselskapet», jf. Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) punkt 26.1.5, slik Klagerne fremhever. Dette er også direktivets tilnærming, se fortalen. Det kontrollskifte det er snakk om i disse tekstene, er at en investor overtar det nødvendige antall aksjer i det børsnoterte selskap. Tilbudsplikten er da det rettslige virkemiddel for å sikre at også de andre aksjonærene kan selge sine aksjer. At dette skal skje til høyeste pris tilbyder har betalt eller avtalt i den relevante tidsperiode sikrer likebehandling med hensyn til en eventuell kontrollpremie som er betalt eller avtalt. Ved innmatsalg som i den nærværende sak er det ingen aksjonærer som får en kontrollpremie som andre aksjonærer ikke har fått tatt del i. Dette skiller saken fra Belship-saken (OBKN-2019-1). Det mottatte vederlaget ligger i AINMT-konsernet, og alle aksjonærene har sin forholdsmessige eierandel i dette. Et hovedhensyn bak reglene om tilbudsplikt foreligger dermed ikke.

Det er her grunn til å minne om at tilbudspliktreglernes tematikk, og positive nedslagsfelt, er at enkelte aksjonærer selger sine aksjer til en oppkjøper som overtar kontrollen med selskapet, noe som reiser likebehandlingshensyn. Dette slår ikke til når et selskap selger sine aktiva uten at visse aksjonærer i selskapet får særlige fordeler. Likebehandlingshensyn håndteres da av allmennaksjelovens generelle saksbehandlingsregler, ansvarsregler og likvidasjonsregler med mer.

Børsklagenemnden vil i den sammenheng vise til at Klagerne har opplyst at de mener vedtaket i generalforsamlingen i AINMT om Transaksjonen er ugyldig og at de vil reise sak for de alminnelige domstoler om dette. Børsklagenemnden er enig med Oslo Børs i at de innsigelser Klagerne har mot Transaksjonen mer naturlig bør forfølges etter regler i aksjeselskapslovgivningen, fremfor gjennom verdipapirhandelens regler om tilbudsplikt.

Klagerne har vist til praksis fra Høyesterett, særlig HR-2006-1749-A, HR-2012-2022-A og HR-1995-4-A. Børsklagenemnden viser til at de avgjørelsene Klagerne har vist til, gjelder andre rettsområder enn tilbudsplikt. Saken fra 2006 gjaldt arveavgift, mens de to andre avgjørelsene gjaldt omgåelse av stemmerettsbegrensninger. Nemnden kan ikke se at det utfra praksis i Høyesterett er grunnlag for å oppstille en generell omgåelsesnorm i norsk selskapsrett eller i børsretten. Børsklagenemnden kan vanskelig se at det er rom for å pålegge tilbudsplikt basert på omgåelsesbetraktninger, jf. redegjørelsen ovenfor, men trenger ikke å gå nærmere inn på dette. Som det er redegjort for ovenfor, er det i Transaksjonen ikke betalt en kontrollpremie til enkelte aksjonærer som ikke har kommet alle aksjonærene til gode. Transaksjonen innebærer ikke en illojal eller rettsstridig omgåelse av tilbudspliktreglene. Det er dermed uansett ikke grunnlag for å sette Transaksjonen til side ut fra omgåelsesbetraktninger.

De ovenstående forholdene gjør at Børsklagenemnden finner det klart at det ikke er grunnlag for å pålegge Lyse tilbudsplikt. Nemnden finner det dermed ikke nødvendig å gå grundigere inn i partenes øvrige anførsler.

Lyse har fremsatt krav om at Klagerne skal dekke Lyses omkostninger i klageomgangen med 80 000 kroner.

Saken gjelder en tvist mellom to eller flere parter, slik at børsforskriften § 12-8 første ledd får anvendelse. Børsklagenemnden har ikke funnet saken tvilsom og kan ikke se at Klagerne hadde gode grunner til å bringe saken inn for Børsklagenemnden. Nemnden finner dermed at Lyse bør tilkjennes saksomkostninger. Lyses krav på 80 000 kroner finnes å utgjøre nødvendige kostnader og legges til grunn.

Også Klagerne har fremsatt krav om å få dekket sine saksomkostninger. Slik Børsklagenemnden ser på saken er det ikke grunnlag for dette.

Børsklagenemnden fattet etter dette slikt enstemmig

### Vedtak

1. Oslo Børs' vedtak 20. mai 2022 stadfestes.
2. Roy Mosvold, Hellesund Holding Ltd., Vaglen AS og Memento AS pålegges, en for alle og alle for en, å betale 80 000 kroner til Lyse AS innen 14 dager fra datoen for denne avgjørelsen.

  
Christian Lund

  
Knut Bergo

  
Jøril Mæland

  
Espen Klitzing

  
Cecilie Kvalheim

