

# VEDTAK OG UTTALELSER

2019

## FORORD

Vedtak og uttalelser består av utdrag fra de vedtak, brev og andre uttalelser som antas å ha interesse fordi de illustrerer fortolkninger eller praksis.

Gjengivelsen her er i noe grad tilpasset offentliggjøring blant annet ved anonymisering og tilpasning av overskrifter. Gjengivelsen vil derfor kunne avvike noe fra den nøyaktige teksten, vedtak eller uttalelser. Noen uttalelser er gitt pr. e-post, eller som referat av andre samtaler og har en mer uformell form. Vi har likevel tatt dem med når de kan ha interesse utover den aktuelle sak. Vi gjør også oppmerksom på at fotnotene er nummerert fortløpende i dokumentet og gjenspeiler derfor ikke samme nummerering som i originaldokumentene. Oslo Børs gjør oppmerksom på at det kan være enkelte feil og mangler i gjengivelsen.

Børsklagenemndens vedtak og enkelte av børsens vedtak publiseres løpende på børsens nettside:

<https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Boersklagenemnden>

<https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Vedtak-og-uttalelser>

Epost-abonnement på informasjon og nyheter om regelverk kan bestilles her:

<https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Informasjon-og-nyheter>

Utarbeidelse av Vedtak og uttalelser er hvert år et betydelig arbeid. Det rettes en stor takk til alle bidragsyterne, og særlig Carina Østli som har gjort en kjempejobb i forbindelse med utarbeidelsen av dokumentet og vært til stor hjelp for undertegnede.

Oslo Børs, 20.01.2020

Kjell Vidjeland  
Juridisk leder  
Oslo Børs ASA

## INNHALDSFORTEGNELSE

<b>1</b>	<b>OPPTAK TIL BØRSNOTERING</b> .....	<b>5</b>
1.1	NYE SELSKAPER I 2019 .....	5
1.2	OPPTAKSPRAKSIS - NYE SELSKAPER .....	6
1.2.1	<i>Okeanis Eco Tankers - Opptaksreglene pkt. 2.3.5 (2) - Representanter fra den daglige ledelse i styret, februar 2019</i> .....	6
1.2.2	<i>Observe Medical ASA – Opptaksreglene pkt. 3.2 5. ledd - Søknad om dispensasjon fra kravet om finansiell due diligence, november 2019</i> .....	7
1.2.3	<i>TietoEVERY – Opptaksreglene pkt. 2.4.1 og (spredningskrav), og pkt. 2.1.1 (regelmessig omsetning) i fht lock-up avtale, desember 2019</i> .....	7
1.2.4	<i>TietoEVERY Corp. – Opptaksreglene pkt. 2.4.5 - Stemmerett for aksjene, desember 2019</i> .....	8
1.3	OPPTAKSPRAKSIS – FORTSATT NOTERING .....	9
1.3.1	<i>PetroNor E&amp;P Ltd – Krav om 25% spredning av aksjene, mars 2019</i> .....	9
1.3.2	<i>Axxis Geo Solutions – Vurdering vedrørende fortsatt notering på Oslo Axess av Songa Bulk etter planlagt fusjon med Axxis Geo Solutions, juni 2019</i> .....	9
<b>2</b>	<b>STRYKNING/SUSPENSJON</b> .....	<b>10</b>
2.1	SELSKAPER SOM ER STRØKET FRA NOTERING.....	10
2.2	STRYKNINGSSAKER .....	11
2.2.1	<i>EMAS Offshore Limited - Revocation of resolution to delist the shares of EMAS Offshore Limited from trading on Oslo Børs, 07.06.2019</i> .....	11
2.2.2	<i>Sino Agro Food Inc. – Delisting of shares from Merkur Market, 07.10.2019</i> .....	16
<b>3</b>	<b>LØPENDE UTSTEDERREGLER</b> .....	<b>27</b>
3.1	LIKEBEHANDLING AV AKSJONÆRER .....	27
3.2	LØPENDE INFORMASJONSPLIKT MV.....	27
3.2.1	<i>Norwegian Air Shuttle ASA – Merknader til informasjonshåndtering, brev 22.01.2019</i> .....	27
3.2.2	<i>Norwegian Air Shuttle ASA – Kritikk for informasjonshåndtering ifm. Beslutning om midlertidig suspensjon av flyvninger, 23.04.2019</i> .....	30
3.2.3	<i>Element ASA – Overtredelse av løpende informasjonsplikt, 09.05.2019</i> .....	34
3.2.4	<i>Evry ASA – vedrørende plikten til å underrette Oslo Børs ved beslutning om utsatt offentliggjøring, e-post 27.06.2019</i> .....	65
3.2.5	<i>NEL ASA – Merknader til informasjonshåndtering, 15.07.2019</i> .....	66
3.2.6	<i>Lavo TV AS - Merkur Market klagenemnds avgjørelse, 22.08.2019</i> .....	72
3.3	PERIODISK INFORMASJONSPLIKT – REGNSKAPSRAPPORTERING .....	78
3.3.1	<i>Offentliggjøring av regnskapsinformasjon på egne nettsider, brev 18.01.2019</i> .....	78
3.3.2	<i>Siem Industries INC. – Violation of disclosure obligations, 23.09.2019</i> .....	79
<b>4</b>	<b>MEDLEMSFORPLIKTELSER - HANDELSREGLER</b> .....	<b>86</b>
4.1	GENERELL VEILEDNING.....	86
4.1.1	<i>Sbanken ASA- Avsluttende brev vedrørende hendelser knyttet til manglende kurskontroll på handelsordre, 01.11.2019</i> .....	86
<b>5</b>	<b>OVERTAKELSESTILBUD</b> .....	<b>89</b>
5.1	KONTROLLERTE TILBUD 2019 .....	89
5.2	PLIKTIG TILBUD.....	89
5.2.1	<i>Veiledning - Spørsmål vedrørende tilbudsplikt - mailkorrespondanse, januar 2019</i> .....	89
5.2.2	<i>RAK Petroleum plc - Consequences of a "no deal" Brexit, e-post 12.04.2019</i> .....	92
5.2.3	<i>Belships ASA - Børsklagenemndens avgjørelse sak 1/2019, 28.02.2019</i> .....	92
5.2.4	<i>The Scottish Salmon Company PLC – Pliktig tilbud fra Bakkafrost P/F - Tilbudspris, november 2019</i> 112	
5.3	FRIVILLIG TILBUD .....	116
5.3.1	<i>BW LPG Limited - Børsklagenemndens avgjørelse sak 2/2019, 02.12.2019</i> .....	116

5.3.2	<i>BW LPG Limited – Oslo Børs vedtak - Begjæring om omgjøring av tidligere vedtak om godkjenning av frivillig tilbud fra BW LPG Limited på Aurora LPG Holding ASA, 18.09.2019</i>	133
5.4	DISPENSASJON FRA TILBUDSPLIKT	141
5.4.1	<i>Norske Skog ASA – Exemption from the mandatory bid obligation, 15.10.2019</i>	141
5.4.2	<i>Norske Skog ASA - Vedrørende dispensasjon i forrige punkt, 18.10.2019</i>	144

## 1 OPPTAK TIL BØRSNOTERING

### 1.1 Nye selskaper i 2019

Selskaper som har søkt om notering og er vedtatt tatt opp i 2019:

<b>OSLO BØRS</b>	<b>Første noteringsdag</b>
TietoEVRY	05.12.2019
SATS ASA	23.10.2019
Norske Skog ASA	18.10.2019
NORBIT ASA	20.06.2019
OKEA ASA	18.06.2019
Ultimovacs ASA	03.06.2019
Adevinta ASA	10.04.2019
Scanship Holding ASA <sup>1</sup>	24.06.2019

<sup>1</sup> Overføring fra Oslo Axess til Oslo Børs

<b>OSLO AXESS</b>	<b>Første noteringsdag</b>
Hafnia Limited	08.11.2019
Observe Medical ASA	04.11.2019
2020 Bulkers Ltd	12.07.2019
Klaveness Combination Carriers ASA	22.05.2019
Ice Group ASA	20.05.2019
Okeanis Eco Tankers Corp. <sup>2</sup>	08.03.2019

<sup>2</sup> Overføring fra Merkur Market til Oslo Axess

<b>MERKUR MARKET</b>	<b>Første handelsdag</b>
Kahoot! AS	10.10.2019
Nidaros Sparebank	14.06.2019
Zwipe AS	28.01.2019

<b>NOTC</b>	<b>Første handelsdag</b>
Northern Rig Holding Ltd	09.12.2019
Arnarlax AS	15.11.2019
Andfjord Salmon AS	27.08.2019

Petrolia NOCO AS	19.07.2019
BW Tankers Limited	17.01.2019

<b>NOTC Family &amp; Friends</b>	<b>Første handelsdag</b>
Empire Product Tankers Limited	30.12.2019
Wiral Technologies AS	27.02.2019

## 1.2 Opptakspraksis - Nye selskaper

### 1.2.1 Okeanis Eco Tankers - Opptaksreglene pkt. 2.3.5 (2) - Representanter fra den daglige ledelse i styret, februar 2019

The CEO is also Chairman of the Board and owner of 54.57% of Okeanis Eco Tankers (“OET” or “the Company”). CEO also controls Kyklades Maritime Corporation (“KMC”) which provides management services to the Company.

I forbindelse med CEO’s ulike roller ba Oslo Børs selskapet om å redegjøre for håndtering av potensielle interessekonflikter hvor følgende fremgikk av selskapets redegjørelse:

«Only the BoD is responsible for all the negotiations related to the management agreements and the technical management company, KMC. Executive management has a limited power on matters related to material contracts and related parties transactions or agreements.» og videre at “The procedure will be to ask the CEO to physically leave the room to allow the Directors to deliberate and formulate a unanimous decision on whether to approve a related party transaction involving OET.”

Etter opptaksreglene pkt 2.3.5. 2 skal representanter fra den daglige ledelse som hovedregel ikke være medlem av styret. Dersom særlige grunner foreligger, kan likevel representanter fra den daglige ledelse utgjøre inntil en tredjedel av styrets aksjeeiervalgte medlemmer etter bestemmelsen.

Børsen har hatt en relativt bred praksis for å innvilge dispensasjoner relatert til daglig ledelses representasjon i styret for utenlandske selskaper. Når det spesifikt gjelder tilfellet at CEO også var styreleder er praksis noe mindre omfattende, men eksempel på at dette har vært innvilget tidligere var noteringen av RAK i 2014.

Basert på praksis på området, selskapets redegjørelse for bakgrunnen til at vedkommende var både styreleder og CEO, samt de prosedyrer selskapet har etablert for å unngå interessekonflikter, innvilget børsen dispensasjon fra kravet om at daglig ledelse ikke skal være representert i styre som ble i.

### **1.2.2 Observe Medical ASA – Opptaksreglene pkt. 3.2 5. ledd - Søknad om dispensasjon fra kravet om finansiell due diligence, november 2019**

I forbindelse med utfisjonering av Navamedic («NAVA») sin MedTech virksomhet inn i Observe Medical ASA («OM») og påfølgende notering av OM på Oslo Axess, ble det søkt om dispensasjon fra opptaksreglenes krav til finansiell due diligence.

Dispensasjonssøknaden knyttet seg til omfanget av finansiell due diligence. Før utfisjonering av OM var denne delen av NAVA sin virksomhet rapportert som et eget virksomhetsområde (EBITDA og omsetning), og det var også blitt gjort en verdsettelsesjobb av Deloitte i forbindelse med fisjonen. Gjennom avtale med NAVA ville OM fortsatt ha tilgang på de samme ressursene tilknyttet finansiell rapportering som før fisjonen. Det ble derfor søkt om at finansiell due diligence i hovedsak skulle kunne begrenses til likviditetsprognosen for de første 12 månedene etter første noteringsdag.

I forhold til finansiell due diligence vurderte Oslo Børs det som tilstrekkelig at denne ble begrenset til likviditetsprognosen, gitt at det ikke forelå avvik i revisjonsberetningen samt at det var tilstrekkelig kontinuitet i verdsettelsen av egenkapital og gjeld. Oslo Børs tok forbehold om at ikke carve-out tallene eller annen dokumentasjon som ble oversendt senere i opptaksprosessen gav grunn til å endre denne vurderingen.

Børsen konkluderte med at dispensasjon kunne gis, og Administrasjonen inntok følgende avsnitt i innstillingen til Noteringskomiteen;

«On 10 September 2019, Observe Medical ASA received an exemption from Oslo Børs from the requirement to complete a full financial due diligence other than an independent review of the liquidity forecast, cf. Listing Rule 3.2 (5). Deloitte AS carried out the review of the liquidity forecast.»

### **1.2.3 TietoEVRY – Opptaksreglene pkt. 2.4.1 og (spredningskrav), og pkt. 2.1.1 (regelmessig omsetning) i fht lock-up avtale, desember 2019**

TietoEVRY ble sekundærnotert på Oslo Børs i 2019 etter fusjon med EVRY ASA. EVRY ASA var primærnotert på Oslo Børs frem til fusjonen med TietoEVRY. TietoEVRY er primærnotert i Helsinki og sekundærnotert i Stockholm og Oslo. Nedenfor følger utdrag administrasjonens innstilling til Noteringskomiteen hvor TietoEVRY's beskrivelse av Lock-up avtale mellom to største aksjonærer slik den fremkom av selskapets søknad om notering og administrasjonens vurdering av Lock-up avtalen i forhold til oppfyllelse kravet om 25 % spredning og krav om at regelmessig omsetning var inntatt:

Selskapets beskrivelse:

“As a result of the completion of the Merger, EVRY's largest shareholder, funds advised by Apax Partners LLP, acting through the company Lyngen Holdco S.A.R.L. ("Apax"), will become the largest shareholder of the Combined Company with an ownership of approximately 20.4%.

On 19 June 2019, Solidium announced that it had conditionally agreed to purchase approximately 4.4 million Tieto shares from Apax. The contemplated sale and purchase is conditional, among others, upon the completion of the Merger and includes customary conditions precedent. If the share sale and purchase between Solidium and Apax is completed, Solidium's holding in the Combined Company would remain at 10.0% and Apax's holding would be approximately 16.7%.”

(...)

“Further, subject to completion of the Merger, Apax has agreed to be subject to a lock-up obligation restricting the sale of two thirds of the shares it will receive as Merger Consideration in connection with the completion of the merger based on its current shareholding in EVRY. One third of the Merger Consideration Shares received by Apax will be subject to a lock-up period of six months, and one third subject to a lock-up period of twelve months, in each case from the completion of the Merger, subject to customary carve-outs and certain additionally agreed permitted sale and financing exceptions.”

Administrasjonens kommentarer:

«Siden TietoEVRY vil være sekundærnotert på Oslo Børs vil spredningskravene i Opptaksreglene pkt. 2.4.1 og 2.4.2 gjelde hele selskapets aksjekapital. Spredningskravet i forhold til fri flyt anses som oppfylt. Lock up avtalen gjelder aksjebeholdning som ikke inngår i fri flyt og er derfor ikke relevant for å vurdere om fri flyt kravet er oppfylt. Lock-up avtalen anses heller ikke problematisk for regelmessig omsetning/ egnethet for notering.»

#### **1.2.4 TietoEVRY Corp. – Opptaksreglene pkt. 2.4.5 - Stemmerett for aksjene, desember 2019**

Dersom selskapet i henhold til vedtekter, lov eller forskrift gitt i medhold av lov er gitt skjønnsmessig adgang til å nekte utøvelse av stemmerett, kan adgangen bare benyttes hvis det foreligger skjellig grunn til å nekte i følge opptaksreglene pkt. 2.4.5.

TietoEVRY ble tatt opp til notering med en stemmerettsbegrensning på 25 %. Nedenfor følger utdrag administrasjonens innstilling til Noteringskomiteen hvor TietoEVRY's beskrivelse av stemmerettsbegrensninger og avtale mellom to største aksjonærer slik den fremkom av selskapets søknad om notering og børsens og vurdering av denne er inntatt:

Selskapets beskrivelse:

“All shares in the Combined Company will carry equal voting rights.

Tieto's Articles of Association include a restriction on voting at the General Meeting, where no shareholder is allowed to vote with more than one-fifth (1/5) of the votes represented at the General Meeting. The Combined Company does not and will not, pursuant to its articles of association, law or regulations, have any discretionary right to bar the exercise of voting rights, but the voting cap of one-fifth of the votes continues to apply.”

Administrasjonens kommentarer:

“Multiconsult ASA som ble notert på Oslo Børs i 2015 hadde en vedtektsbestemt stemmerettsbegrensning på 25%. I børsens vedtak om opptak forutsatte børsen at selskapet offentliggjorde dette i børsmelding før første noteringsdag. Administrasjonen har ikke funnet det naturlig å stille dette som forutsetning i opptaket av Tieto blant annet fordi selskapet allerede er notert i Helsinki og i Stockholm.»



### **1.3 Opptakspraksis – Fortsatt notering**

#### **1.3.1 PetroNor E&P Ltd – Krav om 25% spredning av aksjene, mars 2019**

African Petroleum Corporation Ltd søkte i mars 2019 om fortsatt notering på Oslo Axess i forbindelse med selskapets oppkjøp av PetroNor E&P Ltd.

Transaksjonen ble gjennomført som en reverse takeover med utstedelse av ca 816 mill vederlagsaksjer til PetroNor, i praksis en ny notering der det nye selskapet ble ca seks ganger større enn noterte African Petroleum.

Som et resultat av transaksjonen ble spredningen i aksjen redusert fra 98% til 16%, nedenfor følger utdrag fra selskapets redegjørelse:

“Following completion of the Transaction, the Combined Company will have two new shareholders, NOR and Petromal. NOR and Petromal will on a combined basis hold a total of 84% of the total shares in the Combined Company. The remaining 16% of the Company's shares will be distributed among the existing shareholders of the Company. The Company notes that the requirement for 25% share spread is not a continuing obligation, but is nevertheless mindful that it would benefit the Company and the liquidity in the share capital if the free float is increased post completion of the Transaction. To the extent that all warrants are vested and exercised, the current shareholders of the Company are expected to hold 25% of the shares on a diluted basis. The Combined Company may also subsequent to the Transaction consider to utilize the capital market in Oslo to raise funds to further support the growth of the Company, in which case, the liquidity is expected to be strengthened.”

Administrasjonens kommentarer fra innstilling til Noteringskomiteen:

«Selskapets frie flyt reduseres som følge av utstedelse av vederlagsaksjer som oppgjør for transaksjonen. Manglende oppfyllelse av spredningskravet etter Opptaksreglene pkt. 2.4.1 er trolig i seg selv ikke en grunn til å stryke selskapet fra notering da det ikke er en løpende forpliktelse. Det ses da også hen til at det fortsatt er en viss fri flyt i selskapet, samt at selskapet ved tidspunktet for transaksjonen har 2 682 aksjonærer der 1 105 av dem eier aksjer med en verdi på minst NOK 10 000, hvilket er godt over minstekravet om 100 aksjonærer. Selskapet antar de vil oppfylle kravet til 25% fri flyt etter hvert gjennom utstedelse av nye aksjer.»

Følgende ble inntatt i vedtaksbrevet sendt til selskapet:

African Petroleum Corporation Limited does not fulfill the requirements related to the spread of share ownership and composition of the Board of directors. Oslo Børs expects African Petroleum Corporation Limited to initiate measures to comply with the requirements within as short time as possible after the decision on continued listing.

#### **1.3.2 Axxis Geo Solutions – Vurdering vedrørende fortsatt notering på Oslo Axess av Songa Bulk etter planlagt fusjon med Axxis Geo Solutions, juni 2019**

Nedenfor følger utdrag administrasjonens innstilling til Noteringskomiteen:

«For ordens skyld gjøres det oppmerksom på at administrasjonen har vurdert betydningen av at viderenoteringen i realiteten fremstår som en ren bakdørsnotering av AGS. Songa Bulk har ikke hatt virksomhet og kun begrensede eiendeler etter salget av tørr bulk fartøyene sine til Star Bulk Carriers

Corp. i juli 2018. Etter gjennomføringen av fusjonen vil dagens AGS aksjonærer representere 96,6% av alle aksjene i selskapet og selskapet vil virksomhet vil være seismikk.

Lignende sak var blant annet viderenoteringen av Hiddn Solutions ASA i 2017 (tidligere Agasti Holding ASA) som gjennomførte en transaksjon der selskapet kjøpte 90% prosent av aksjene med oppgjør i vederlagsaksjer og i etterkant gjennomførte et tilbud mot minoritets aksjonærene hvor de ble eier av 97,1% av aksjene.

Det å hindre viderenotering i slike saker ville i praksis medføre at børsen innleder strykeprosess. Det har ikke vært børsens praksis for å stoppe slike saker, men å sørge for at man følger opptaksprosess og dokumentasjonskrav så langt det passer som om selskapet ble nymotert.»

## 2 STRYKNING/SUSPENSJON

### 2.1 Selskaper som er strøket fra notering

<b>OSLO BØRS</b>	<b>Siste handelsdag</b>
Dolphin Drilling ASA	13.12.2019
Evry ASA	04.12.2019
Cxense	16.10.2019
Adevinta ser. A	24.10.2019
Spectrum	14.08.2019
Wentworth Resources	13.02.2019
NextGenTel Holding	15.04.2019

<b>MERKUR MARKET</b>	<b>Siste handelsdag</b>
Okeanis Eco Tankers	08.03.2019

<b>NOTC</b>	<b>Siste handelsdag</b>
Zenterio AB	26.11.2019
Optin Bank ASA	20.11.2019
Kahoot AS	09.10.2019
Golden Close Maritime Corp Ltd	05.10.2019
Bank2 ASA	04.09.2019
Rosenlund	27.08.2019
2020 Bulkers LTD	11.07.2019
Oslo Børs VPS ASA	04.07.2019
Klaveness Combination Carriers AS	22.05.2019
Ice Group AS	20.05.2019
Philly Tankers	21.02.2019
Ayfie Group AS	30.01.2019

## 2.2 Strykningsaker

### 2.2.1 EMAS Offshore Limited - Revocation of resolution to delist the shares of EMAS Offshore Limited from trading on Oslo Børs, 07.06.2019

*On 7 June 2019 Oslo Børs revoked the resolution below to delist the shares of EMAS Offshore Limited from trading on Oslo Børs:*

On 29 May 2019 Oslo Børs resolved to delist the company's shares from Oslo Børs.

Based on factual circumstances of the delisting resolution which are no longer relevant since the overdue invoices has been paid in full by the company, Oslo Børs has on 7 June 2019 made the following resolution:

*"Oslo Børs has resolved to revoke the resolution announced on 31 May 2019 to delist the shares of EMAS Offshore Limited from trading from 17 June 2019, cf. section 12-3 (1) of the Securities Trading Act and section 15.1 of the Continuing Obligations, based on factual circumstances of the delisting resolution which are no longer relevant since the overdue invoices has been paid in full by the company. The company's shares will remain listed on Oslo Børs."*

#### **29 May 2019:**

#### **Resolution to delist the shares of EMAS Offshore Limited from trading on Oslo Børs**

##### **1 Introduction**

The shares of EMAS Offshore Limited (the "Company") have been admitted to trading on Oslo Børs since 3 October 2007 and on the Singapore Exchange ("SGX"). The trading of the shares on Oslo Børs has been suspended since 3 March 2017.

The Company currently has outstanding and due invoices to Oslo Børs ASA ("Oslo Børs") as follows:  
2019 Annual listing fee NOK 195,400 with due date 5 February 2019  
2019 News service: NOK 29,240 with due date 28 January 2019

Oslo Børs has contacted the Company several times regarding the outstanding payments by the Company as described below.

A letter with consideration of delisting of the shares from trading on Oslo Børs due to breach of the Continuing obligations of exchange listed companies (the "Continuing Obligations") has been sent to the Company on 29 April 2019, cf. the Continuing Obligations section 15.1 (4). The Company, represented by Elvin Gan, has confirmed receipt of the letter, 30 April 2019, but has not advised on the payment or made any remarks to the consideration of delisting within the deadline, 13 May 2019. The answer by e-mail only contained an apology for the delay of the payment, that they were looking into the matter and would appreciate if Oslo Børs could give them till "end of next week" to advise on the payment. Oslo Børs has not heard anything since then.

Based on the above, Oslo Børs proposes to delist the Company's shares from trading on Oslo Børs pursuant to the Securities Trading Act section 12-3 (1), cf. section 15.1 (1) of the Continuing Obligations.

Earlier, Oslo Børs has considered the Company's shares not suitable for listing because the Company was not in a position to comply with its financial reporting obligations and resolved on 16 February 2018 to delist the Company's shares from trading on Oslo Børs, cf. section 25 (1) of the Stock Exchange Act (now transferred to the Securities Trading Act section 12-3 (1)) and section 15.1 of the Continuing Obligations. The Stock Exchange Appeals Committee did later repeal the Oslo Børs' resolution of 16 February 2018 to delist the Company. On 15 August 2018, Oslo Børs passed a resolution stating that the Financial Supervisory Authority of Norway on the same date had resolved to impose Oslo Børs to delist the shares of the Company, cf. section 25 (3) of the Stock Exchange Act. In accordance with this, Oslo Børs immediately resolved that the Company's shares shall be delisted from Oslo Børs. The Company has later submitted an appeal against the resolution to the Norwegian Ministry of Finance on 14 September 2018. As of today, no resolution has been made by the Norwegian Ministry of Finance.

## **2 Background**

Oslo Børs has the following rationale for the proposed delisting:

### Requirements:

- The Company is obliged to pay an annual listing fee pursuant to section 2.2 of Commercial terms Oslo Børs and section 1.2 of the Schedule of fees applicable to issuers on Oslo Børs, cf. section 19 of the Continuing Obligations. According to section 19 of the Continuing Obligations, stock exchange listed companies shall pay fees in accordance with the general business terms and conditions of Oslo Børs. The annual listing fee for 2019 is amounted to NOK 195,400, cf. section 1.2 of the Schedule of fees applicable to issuers on Oslo Børs.
- The Company is also obliged to pay a news service fee pursuant to the Disclosure and distribution agreement section 3 and Information services fee schedule section 4.1. According to section 3 of the Disclosure and distribution agreement, the issuer is to be charged for the disclosure and distribution of information in accordance with the Oslo Børs price list. The subscription fee for 2019 is amounted to NOK 29,240, cf. section 4.1 of the Information services fee schedule.

### Payment status:

- The annual listing fee invoice was due 5 February 2019 and sent by Oslo Børs to the Company representatives by e-mail. The news service invoice was due 28 January 2019 and was sent, through Visma, to the Company representative by e-mail, and also sent to the Company by ordinary mail because of return of e-mails with notice on errors with delivery. Neither of the invoices were paid and several reminders have been sent to the Company.
- For the annual fee invoice a reminder was sent by Oslo Børs to the Company representatives by e-mail on 12 March 2019, which Oslo Børs got in return with notice on errors with delivery. For the news service invoice a reminder was sent to the Company representative by e-mail, through Visma, on 25 February 2019 and a debt collection warning on 14 March 2019. Both these notifications were also sent to the Company by ordinary mail because of return of e-mails with notice on errors with delivery.
- The latest ordinary reminder for both invoices was sent by e-mail on 18 March 2019 and it was confirmed by the law firm Arntzen de Besche on 19 March 2019, on behalf of the Company, that this reminder was received by the Company. It was clearly stated in the reminder that Oslo Børs would initiate a delisting of EMAS Offshore Limited from listing on Oslo Børs unless the two invoices were paid within 14 days.

- In addition, as mentioned above, the letter with consideration of delisting of the shares from trading on Oslo Børs was sent to the Company by e-mail on 29 April 2019.
- As of today, still neither of the invoices are paid by the Company.

### 3 Legal background

The Securities Trading Act section stipulates in section 12-3 (1):

*"The market operator may resolve that a financial instrument is to be suspended or removed from trading on the regulated market if it no longer satisfies the regulated market's business terms. However, the market operator cannot suspend or remove a financial instrument from the regulated market if this can be expected to cause material disadvantage for the owners of the instrument or for the market's duties and function."*

The Continuing Obligations stipulates the corresponding rule in section 15.1 (1):

*"Oslo Børs may delist financial instruments issued by the company if they no longer satisfy the exchange's conditions or rules. However, Oslo Børs cannot delist a financial instrument if this can be expected to cause material disadvantage for the owners of the instruments or for the market's duties and function."*

The provisions involve a high degree of discretion.

In 2014, the EU adopted new rules revising the MiFID framework, consisting of a directive (MiFID II) and a regulation (MiFIR). On 4 December 2017, the Norwegian Financial Supervisory Authority adopted two regulations with equivalent rules as MiFID II and MiFIR. In addition, the Norwegian Financial Supervisory Authority has adopted a regulation of 20 December 2017 no. 2300 on supplementing rules to the two aforementioned regulations (the "Supplementing Regulation").

Article 80 in the Supplementing Regulation sets out circumstances constituting significant damage to investors' interests and the orderly functioning of the market.<sup>1</sup> It follows from article 80 paragraph 1 that *"a removal from trading of a financial instrument shall be deemed likely to cause significant damage to investors' interests or the orderly functioning of the market"* at least where (a) *"it would create a systemic risk undermining financial stability, such as where the need exists to unwind a dominant market position, or where settlement obligations would not be met in a significant volume"*, (b) *"the continuation of trading on the market is necessary to perform critical post-trade risk management functions when there is a need for the liquidation of financial instruments due to the default of a clearing member under the default procedures of a CCP and a CCP would be exposed to unacceptable risks as a result of an inability to calculate margin requirements"*, and (c) *"the financial viability of the issuer would be threatened, such as where it is involved in a corporate transaction or capital raising"*.

Further, it follows from article 80 paragraph 2 that all relevant factors shall be considered when determining whether a removal is likely to cause significant damage to the investors' interest or the orderly functioning of the market, including (a) *"the relevance of the market in terms of liquidity where the consequences of the action are likely to be more significant where those markets are more*

---

<sup>1</sup> According to the provision's wording, it applies to the use of the MiFID II Directive (Directive 2014/65/EU), which in article 52 paragraph 1 has rules corresponding to MiFID I article 41 regarding the opportunity to delist financial instruments from a regulated market (which again was implemented in Norwegian law through the Stock Exchange Act section 25). Although the Supplementing Regulation does not specifically refer to the Stock Exchange Act section 25 and accompanying rules, the Appeals Committee stated in case 1-2018 (EMAS Offshore Limited) that it finds it clear that the regulation is directly relevant also to these provisions.

*relevant in terms of liquidity than in other markets", (b) "the nature of the envisaged action where actions with a sustained or lasting impact on the ability of investors to trade a financial instrument on trading venues, such as removals, are likely to have a greater impact on investors than other actions", (c) "the knock-on effects of a suspension or removal of sufficiently related derivatives, indices or benchmarks for which the removed or suspended instrument serves as an underlying or constituent", and (d) "the effects of a suspension on the interests of market end users who are not financial counterparties, such as entities trading in financial instruments to hedge commercial risks".*

According to article 80 paragraph 3, the factors set out in paragraph 2 shall also be taken into consideration where it is resolved to remove a financial instrument on the basis of circumstances not covered by the list of paragraph 1.

#### **4 Assessment**

Oslo Børs may delist financial instruments issued by a company if they no longer satisfy the exchange's conditions or rules. Oslo Børs will only delist a company that has not applied for delisting itself in extraordinary situations.

Failure to pay fees in accordance with the general business terms and conditions of Oslo Børs is a breach of section 19 of the Continuing Obligations.

Although Oslo Børs understands the difficulties the Company has faced over the past years, Oslo Børs cannot let some companies not pay for its services, regardless of what kind of situation the issuer is in. Compliance with the Continuing Obligations is essential when considering whether an issuer is suitable for listing.

In this case, the Company has even not been able to demonstrate a plan for complying with its financial obligations towards Oslo Børs going forward.

Pursuant to section 12-3 (1) second sentence of the Securities Trading Act, cf. section 15.1 (1) second sentence of the Continuing Obligations, Oslo Børs cannot delist a financial instrument if this can be expected to cause material disadvantage for the shareholders or for the market's duties and function. This implies that a wide discretion has to be made as to the reasons for and against delisting when making the assessment of delisting. The interest of the exchange and the market in being able to delist issuers which violate obligations must be weighed against the shareholders' interest in a continued listing.

The Company has 439,672,754 outstanding shares, where a majority is Norwegian shareholders. Based on the last trading in the Company's shares on 3 March 2017, the Company has a market value of approximately NOK 127 million.

Oslo Børs finds that a continuing listing of the Company's shares without the Company complying with its continuing obligations as a stock exchange listed company is of more disadvantage to the exchange and the market's duties and function than a delisting will have for the shareholders of the Company.

Oslo Børs finds it clear that a delisting of the Company's shares from Oslo Børs cannot be expected to cause material disadvantage for the market's duties and function, cf. the Securities Trading Act section 12-3 (1), herunder cannot be deemed likely to cause significant damage to the orderly functioning of the market based on the circumstances and relevant factors set out in the Supplementing Regulation article 80.

Oslo Børs does not find any of the circumstances where a removal from trading of shares shall be deemed likely to cause significant damage to investors' interests, to be applicable in this case, cf. the Supplementing Regulation article 80 paragraph 1 (a)-(c). Paragraph 1 (c) may though be mentioned as it concerns the situation where a company's financial viability would be threatened by a delisting. Based on the information Oslo Børs holds, the exchange has no reason to believe that the Company's viability would be threatened by a delisting itself.

The Supplementing Regulation article 80 paragraph 2 (b) refers to "the nature of the envisaged action where actions with a sustained or lasting impact on the ability of investors to trade a financial instrument on trading venues, such as removals, are likely to have greater impact on investors than other actions". In the Oslo Børs' view, the action, i.e. delisting from the Oslo Stock Exchange, cannot be considered to have "sustained or lasting impact" on the ability of investors to trade the Company's shares on "trading venues", as the trading on Oslo Børs has been suspended for a very long time anyway, since 3 March 2017.

Oslo Børs would like to point out that suspension of trading is regarded as a temporary measure and generally not considered suitable to be in effect over a long time period as has been done in this case. A suspension of trade is accordingly not a valid reason for continuing a listing where the exchange considers that the issuer is not suitable for listing.

Based on an overall assessment of the above, after having considered all aspects of the case, Oslo Børs is of the view that a delisting of the Company's shares cannot be expected to cause material disadvantage for the shareholders of the Company or for the market's duties and function. This supports the Oslo Børs' conclusion that the Company's shares are not suitable for listing on Oslo Børs. The exchange does not consider any other available types of reactions pursuant to chapter 15 of the Continuing Obligations appropriate in this case. Thus, the Oslo Stock Exchange has resolved to delist the Company's shares from trading on Oslo Børs.

When determining the date for delisting, the implementation date for delisting shall in accordance with section 15.1 (6) of the Continuing Obligations and the Oslo Børs' practice give the Company and its shareholders a reasonable period to adjust to the fact that the Company's shares no longer will be listed on the exchange. However, in this case, the Company's shares have been suspended from trading since 3 March 2017, and as a consequence the delisting will accordingly be implemented from and including 17 June 2019. The last day of listing will be 14 June 2019.

## **5 Resolution**

Oslo Børs has on 29 May 2019 made the following resolution:

*"Oslo Børs considers that EMAS Offshore Limited, issuer of shares with ISIN SG1AD2000008, is not suitable for listing on Oslo Børs, and has resolved to delist the shares from trading from 17 June 2019, cf. section 12-3 (1) of the Securities Trading Act and section 15.1 of the Continuing Obligations. The last listing date for the Company's shares will be 14 June 2019."*

This decision can be appealed to the Stock Exchange Appeals Committee within two weeks, cf. the Securities Trading Regulations section 12-5.

## 2.2.2 Sino Agro Food Inc. – Delisting of shares from Merkur Market, 07.10.2019

### 1 Introduction

This matter relates to whether Sino Agro Food Inc. (the “**Company**” or “**Sino Agro**”) is no longer suitable for listing on Merkur Market and accordingly shall be delisted from trading, cf. section 12.1 of the Continuing Obligations of companies admitted to trading on Merkur Market (the “**Continuing Obligations**”), cf. section 9-30 (1) of the Securities Trading Act (the “**STA**”).

On Monday 8 October 2018 at 09:49 (CET), the Company announced<sup>2</sup> that it would pay a dividend in the form of shares in Tri-Way Industries Limited (“**Triway**”) as settlement of outstanding debt of USD 62,338,065 between the Company and Tri-Way. Attached to the Company’s stock exchange release was a press release from Triway of 5 October 2018. The press release had been available on Triway’s web site on 5 October 2018 and the Company also announced the press release on the Company’s twitter account on the same date. The Company’s share traded exclusive the right to dividend on 30 October 2018.

On 7 November 2018, the Company contacted the Exchange and stated that it would not be able to distribute the dividend as contemplated. The Company explained that this was due to regulatory requirements in the U.S. that the Company had not been aware of. The Exchange decided to halt trading in the Company’s share in the anticipation of a stock exchange notice on the matter. Such notice was published at 16:25 (CET) the same day. The matching halt ended prior to opening of the market on 8 November 2018.

Prior to this, on 2 November 2018, the Oslo Stock Exchange had imposed a violation fee of NOK 700,000 on the Company for material breaches cf. section 12.3 of the Continuing Obligations<sup>3</sup>. The violation fee was imposed due to the Company not having timely disclosed inside information about the Company’s arrangements for issuance of Common Shares as security for various loans and trade finance facilities pursuant to section 3.1.1 of the Continuing Obligations. In addition, the Company had not timely disclosed increases of its authorized share capital and issuances of new Common Shares in accordance with the Continuing Obligations. As of the date of this resolution, the Company has not paid the fine.

With respect to the current matter, the Exchange is of the opinion that information about the final decision to distribute dividend in the form of shares in Triway to the shareholders of the Company constituted inside information on 5 October 2018 and that information about this should have been disclosed by the Company immediately and at its own initiative. Furthermore, the Company has not disclosed information about its shareholders’ meetings being held in accordance with the Continuing Obligations. The Exchange considers that the violations addressed in its decision of 2 November 2018, together with the violations addressed in this decision, entail that the Company’s shares are no longer suitable for listing on Merkur Market.

Under section 3 below, the Exchange will give an account of the factual circumstances of the case. The legal background for the assessment of the Company’s suitability for listing is set out under section 4. Under section 0, the Company’s account of the case is set out. The Exchange will provide its assessment of the case under section 0.

---

<sup>2</sup> <https://newsweb.oslobors.no/message/460828>

<sup>3</sup> [Appendix 1](#): The Oslo Stock Exchange’s resolution of 2 November 2018



## **2 About the Company**

The Company is a protein food production and development company operating in China. The Company is a corporation governed by the laws of Nevada, the United States. The Company's registered office is in Guangzhou, China. The Company operates within the agriculture and aquaculture industry, with two major products, namely meat derived from the rearing of beef cattle and seafood derived from the growth of fish, prawns, eel and other marine species.

The Company's Common Shares was admitted to trading on Merkur Market on 13 January 2016. The Company's Common Shares are also quoted and traded on OTCQB U.S. Premier in the United States.

## **3 The Exchange's handling of the case**

On 2 November 2018, the Exchange imposed a violation fee of NOK 700,000 upon the Company due to violations of the disclosure obligations and certain other rules in the Continuing Obligations.

On 13 November 2018, the Exchange sent a request to the Company regarding the distribution of shares in Triway to the Company's shareholders with deadline for reply set to 20 November 2018<sup>4</sup>. The Company was upon request granted an extension of the deadline for reply to 23 November 2018. On 12 November 2018, the Company submitted its reply to the Exchange<sup>5</sup>.

On 11 December 2019, the Company requested<sup>6</sup> an extension of the payment date of the invoice regarding the violation fee to 31 January 2019. The Exchange granted the extension of the payment date, but highlighted that no further extensions would be granted.

On 7 February 2019, the Company notified the Exchange that it was working towards a voluntary delisting. The Exchange replied and stated that as previously communicated, the Exchange was working on a new matter regarding the Company's disclosure obligations and would set this process on hold in the anticipation of an assessment of the voluntary delisting<sup>7</sup>.

As the Company had not paid the imposed violation fee as well as other fees in connection with the listing on Merkur Market, the Oslo Stock Exchange advised the Company in due course thereafter that an application for delisting would not be reviewed before the outstanding fees were settled in full.

On 26 February 2019, the Company sent an e-mail requesting another extension of the payment date to 20 March 2019. The Exchange declined the request. Later the same date, the Company submitted an application for delisting<sup>8</sup>.

On 2 May 2019, the Exchange sent an e-mail to the Company requesting, among other things, an update on the payment of the fine. The Company replied on 7 May 2019 and requested yet another extension of the payment date to 23 May 2019. The Exchange declined the request on 9 May 2019<sup>9</sup>.

On 5 June 2019, the Company sent an e-mail<sup>10</sup> to the Exchange informing that they expected that the violation fee would be settled in full by 21 June 2019.

---

<sup>4</sup> [Appendix 2](#): E-mail from the Exchange to the Company of 13 November 2018

<sup>5</sup> [Appendix 3](#): The Company's response to the Exchange of 22 November 2018

<sup>6</sup> [Appendix 4](#): E-mail correspondence between the Exchange and the Company of 11 December 2018 and 20 December 2018

<sup>7</sup> [Appendix 5](#): E-mail correspondence between the Company and the Exchange of 7 February 2018

<sup>8</sup> [Appendix 6](#): Application for delisting from Merkur Market

<sup>9</sup> [Appendix 7](#): E-mail correspondence between the Company and the Exchange from 2 May 2019 to 9 May 2019

<sup>10</sup> [Appendix 8](#): E-mail from the Company to the Exchange of 5 June 2019

On 14 June 2019, the Exchange sent an advance notice of delisting to the Company<sup>11</sup>. The basis for the advance notice was what the Exchange considered gross and repeated violations by the Company of the rules applicable to companies admitted to trading on Merkur Market. The violations related to the Company's handling of the distribution of dividend in the form of Triway shares.

On 30 June 2019, the Company sent their comments to the advance notice<sup>12</sup>. In terms of the violation fee, which was still outstanding, the Company there advised that it expected that the violation fee would be settled by 10 July 2019.

#### **4 The factual circumstances of the case**

##### **4.1 The process leading up to the distribution of dividend**

At the time of the Company's admission to trading on Merkur Market, Triway was a wholly-owned subsidiary of the Company. On 1 March 2017, the Company announced<sup>13</sup> that it had completed a carve-out of Triway, which entailed that the Company's ownership in Triway was reduced to 36.6%.

On 15 May 2017, the Company included information in its 10-Q report<sup>14</sup> for the first quarter of 2017 that the Company was preparing the requisite documents to be filed with the SEC for the preparation for spin-off and dividend distribution of a portion of its Triway shares<sup>15</sup>.

On 17 August 2017, the Company published a stock exchange notice<sup>16</sup> where it announced progress to date and procedures in order to complete the distribution of shares in Triway to the Company's shareholders. The stock exchange notice stated that Triway was near completion of an F-1 registration process with the Securities and Exchange Commission (the "SEC"). The Company has informed the Exchange that non-US legal advice later procured that a filing of an F-1 registration statement was no longer necessary. This fact was later reversed by US counsel, see section 0 below.

On 17 April 2018, the Company published its audited annual report for 2017<sup>17</sup>. The Company provided an update on the distribution of dividend in the form of shares in Triway<sup>18</sup>, whereby the Company stated that its intention to distribute 18.3 % of the shares in Triway to Sino Agro remained in effect, but that the Company was reviewing certain matters relating to tax and was also in the process of securing new lending which affected the timing of the process. The Company stated that it targeted to making the distribution of a portion of or all of the shares in Triway to its shareholders sometime during Q3 2018.

On 21 May 2018, the Company published its 10-Q report for the first quarter of 2018. The Company stated<sup>19</sup> that it continued to work towards the distribution of Triway shares to its shareholders and that the Company intended to provide details on the distribution in its Q2-report.

The Company's 10-Q report for the second quarter of 2018 was published on 14 August 2018<sup>20</sup>. The Company informed<sup>21</sup> that it had been in communication with Triway in terms of a plan for the distribution of Triway shares to the Company's shareholders and that it was contemplated that there

---

<sup>11</sup> Appendix 9: Advance notice of delisting of 14 June 2019

<sup>12</sup> Appendix 10: The Company's comments to the advance notice of 30 June 2019

<sup>13</sup> <https://newsweb.oslobors.no/message/421559>

<sup>14</sup> <https://newsweb.oslobors.no/message/427490>

<sup>15</sup> 10-Q report PDF page 63

<sup>16</sup> <https://newsweb.oslobors.no/message/432981>

<sup>17</sup> <https://newsweb.oslobors.no/message/448929>

<sup>18</sup> 10-Q report PDF page 105

<sup>19</sup> 10-Q report PDF page 99

<sup>20</sup> <https://newsweb.oslobors.no/message/457137>

<sup>21</sup> 10-Q report PDF page 84

would be two scheduled distributions with two separate record dates for each distribution. It was further stated that Triway would publish the outline of the distribution plan in the next following weeks.

On 5 October 2018, the Company's Board of Directors handled the decision of distribution of Triway shares to its shareholders<sup>22</sup>. It follows from the resolutions of the Board that it had approved an option of Triway to liquidate outstanding debt owed to Sino Agro of USD 62,338,065 by distribution of shares in Triway to Sino Agro shareholders. It is also stated that Triway resolved to exercise the option in lieu of paying a cash dividend and/or cash plus share dividend against the debt owed by Triway.

The Company has also provided certain e-mails between Triway and the Company in terms of the practical matters to be handled when distributing the Triway shares to the Company's shareholders<sup>23</sup>.

#### **4.2 Information in the market**

On Monday 8 October 2018, the Oslo Stock Exchange received a number of alerts in its surveillance system on unusual rise in the Company's share price. Following certain investigations, the Exchange was made aware of a press release from Triway regarding the distribution of dividend to the shareholders in Sino Agro dated Friday 5 October 2018. The press release had been available on Triway's web site on 5 October 2018 and the Company also announced the press release on the Company's twitter account on the same date. The Exchange also noticed that the Company's share price had increased with approximately 7% in the afternoon of 5 October 2018 and the trading volume also increased.

The Exchange contacted the Company and decided to halt trading in the Company's share in anticipation on a stock exchange notice on the matter from the Company.

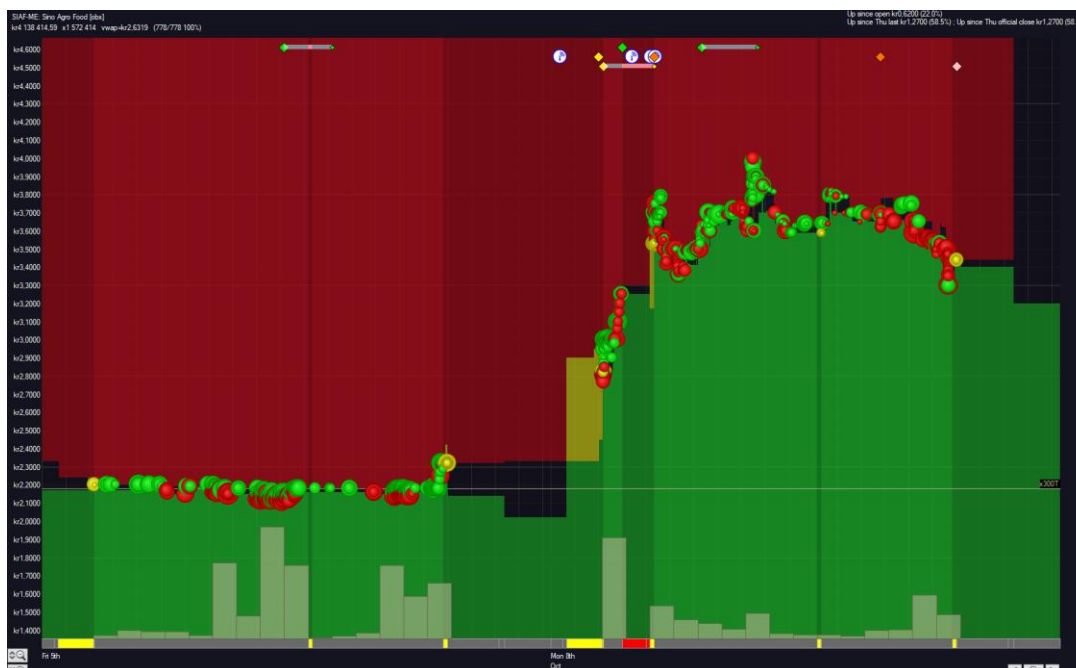
The Company then published a stock exchange notice with information about the dividend in the form of shares in Triway, where the press release from Triway was also attached, at 09:49 (CET)<sup>24</sup>. The Exchange ended the matching halt shortly thereafter. The Company's share price increased with 48.3% compared to the end price on Friday 5 October 2018.

---

<sup>22</sup> [Appendix 11](#): Minutes from board resolutions of the Company of 5 October 2018

<sup>23</sup> [Appendix 12](#): E-mail correspondence between Sino Agro and Triway

<sup>24</sup> <https://newsweb.oslobors.no/message/460828>



On 30 October 2018 at 07:51 (CET), the Company published a stock exchange notice<sup>25</sup> where with a reminder that the share traded exclusive the right to receive the dividend on that day (“ex. date”). The stock exchange notice also included information about certain other details on the dividend payment. The share price declined with 26.4 % compared to the end price on 29 October 2018.

### 4.3 Cancellation of the distribution of dividend

On 7 November 2018, the Company contacted the Exchange and informed that it would not be able to distribute the dividend in the form of Triway shares as previously announced. The Company explained that this was due to the Company being made aware of regulatory requirements in the U.S. in which they had not complied with. It was therefore not possible to proceed with the distribution of dividend with the ex. date as announced in the previous stock exchange notices on the matter.

The Exchange decided to halt trading in the Company’s share in anticipation of a stock exchange notice on the matter. Such stock exchange release was published at 16:25 (CET)<sup>26</sup>. The stock exchange notice referred to an attached press release from Triway as of the same date and informed that the record date for the distribution was cancelled. The stock exchange notice also stated and that it was necessary to evaluate certain aspects of the transaction further before the distribution was initiated.

The matching halt ended prior to opening on 8 November 2018 and the Company’s share price declined with 13.3% on this date compared to the last trade on 7 November 2018.

The Company has explained to the Exchange that subsequent to the record date for distribution of the Triway shares to its shareholders, U.S. counsel informed the Company that the distribution triggered an F-1 filing with the SEC and that the record date for the distribution should be withdrawn.

<sup>25</sup> <https://newsweb.oslobors.no/message/462345>

<sup>26</sup> <https://newsweb.oslobors.no/message/463033>

#### **4.4 Publication of minutes from shareholders' meeting**

The Company has only held two shareholders' meeting since being submitted to trading on Merkur Market in January 2016. The shareholders meetings were held on 20 December 2016 and 12 October 2018, respectively.

The Company did not publish a stock exchange notice following announced shareholders' meeting pursuant to section 8.4 of the Continuing Obligations, which states that following a general meeting, the company shall immediately announce that its general meeting has been held.

The Company has explained that the shareholders meetings have been held, but that it has not published the said stock exchange notice due to a technical and administrative error. The Company has furthermore stated that the minutes have been uploaded to Edgar, SEC's filing mechanism, and on the Company's web site.

#### **5 The Company's account of the case**

The Company has argued that a voluntary delisting will be to an advantage of both the Company, the Oslo Stock Exchange and the shareholders of the Company. Should the Company be permitted to delist its shares from Merkur Market on a voluntary basis, as initially envisaged, it will be easier to facilitate the process in relation to the shareholders of the Company.

The Company intends i.a. to maintain the shares in the VPS register for a period following the delisting. Alternatively, the shareholders who want to trade their shares on OTCQX U.S Premier, were Sino Agro is dual listed, can transfer their shares to Broadridge Financial Solutions Inc (transfer agent). OTCQX has a similar level of regulations as Merkur Market. On this basis, the OTCQX will serve as a proper alternative to Merkur Market for the shareholders. To this extent, the Company has referred to the filing of an S-1 and S-4 prospectus on 27 June 2019 to provide for inter alia the exchange of common shares to G-series shares to be subsequently listed on the OTCQX in the US. On the basis of the above, the Company wishes to emphasize that it does not oppose to a delisting as such, but finds it beneficial to all parties involved that the delisting is implemented on the basis of a voluntary process rather than a forced decision of delisting. Please do however note that due to the costs associated with the summoning of an extraordinary general meeting in the Company, a voluntary delisting by the Company will be contingent upon the Oslo Stock Exchange approving that delisting can occur absent shareholder approval.

Should the Oslo Stock Exchange not find it possible to find a solution where the delisting can occur voluntary, the Company wishes to reiterate that it is of the view that information about the dividend was in the public domain and hence did not constitute inside information. Furthermore, the decision to distribute the dividend was made by Triway, and not Sino Agro. Upon being contacted by the market surveillance, the Company promptly released an announcement to this effect. Although it is regrettable that the dividend was cancelled after the record date, the Company maintains that this was due to circumstance outside its control as Triway had not in advance sufficiently investigated whether the distribution of the dividend required regulatory filings in the US. To this extent, please keep in mind that Triway is a separate legal entity from Sino Agro.

#### **6 The Oslo Stock Exchange's assessment**

##### **6.1 Information about the distribution of dividend**

The first question is then whether information about the final decision to distribute dividend in the form of shares in Triway constituted inside information pursuant to section 3-2 of the STA which should have been disclosed immediately pursuant to section 3.1.1 of the Continuing Obligations.

Section 3.1.1 of the Continuing Obligations states that the company without delay and on its own initiative shall publicly disclose inside information that concerns the company directly, cf. section 3-2 (1)-(3), of the STA.

The Exchange considers that the final decision of 5 October 2018 to distribute the dividend was a specific circumstance which constituted information of a precise nature pursuant to section 3-2 (1) of the STA.

The Exchange is furthermore of the opinion that this was information which was likely to have a significant effect on the Company's share price pursuant to section 3-2 (2) of the STA. In this respect, the Exchange places particular emphasis on the fact that the Company first announced the contemplated distribution of Triway shares in May 2017, more than one year before the final decision to actually carry out the distribution. Given the long amount of time since the first announcement, and the uncertainties highlighted by the Company during this period, the final decision to distribute the dividend constituted a significant milestone for the shareholders of Sino Agro.

This assessment is supported by the development in the Company's share price following the release of the information on 5 October 2018 (by Triway) and 8 October 2018 (by the Company). On 5 October 2018, the Company's share price increased with approximately 7% and on 8 October 2018 the share price increased with 48.3%. The share also traded on higher volume than usual on these days. These elements support that the information about the final decision to distribute the dividend was of the kind which a reasonable investor would be likely to use as part of the basis of its investment decision.

The Exchange also finds that this information was not in the public domain pursuant to section 3-2 of the STA.

The Company has argued that the contemplated distribution of Triway shares was not inside information as this was information which was already in the public domain. The Company refers to the Company's Q1-report for 2018 and Q2-report for 2018, which was published on 21 May 2018 and 14 August 2018, respectively.

The Exchange disagrees with this assessment and would in particular point out that even in the last announcement in the Company's Q2-report, the Company still addresses uncertainties with regard to the dividend. For example, the Company states that it believes that there will be two scheduled distributions and that each shareholder will receive shares in Triway in an amount equivalent to USD 3.41 per share, i.e. this was not a confirmed fact at this time. Furthermore, the Company states that Triway will announce the outline of the distribution plan in the next few weeks. However, the final decision to distribute dividend was not made before 5 October 2018, nearly two months later. In this period, the Company's share price decreased with approximately 18%. The Exchange is of the opinion that the uncertainty related to the distribution of dividend contributed to this decrease. This underlines the uncertainty of the distribution which is first finally confirmed on 5 October 2018 and not in the public domain prior to this date.

Pursuant to section 5.1 of the Continuing Obligations, inside information must be made public through Newsweb. While Triway's press release was in the public domain on 5 October 2018, the serious consequences of the Company not publishing a stock exchange notice immediately is illustrated by the development in the Company's share price. As mentioned above, the Company's share price increased with 48.5% when the information was made public by the Company on 8 October 2018, while the share price only increased with 7% on 5 October 2018.

In addition, the Exchange would like to point out that the Company published the press release of Triway on its Twitter account on 5 October 2018, while neglecting to publish a stock exchange notice on the matter.

The Company has argued that the decision to distribute the dividend was made by Triway, and not the Company. The Exchange disagrees with this as the Company was involved in the transaction. The decision to distribute Triway-shares to the Company's shareholders was a result of the settlement of debt of USD 62,338,065 between Tri-Way and the Company pursuant to an agreement between the said parties and not a stand-alone decision made by Triway. The Exchange accordingly finds that this is inside information which directly concerns the Company and thereby should have been published without delay and at the Company's own initiative as soon as the final decision was made on the matter, cf. section 3.1.1 of the Continuing Obligations.

The neglection to publish the information on 5 October 2018 therefore constituted a breach of section 3.1.1, cf. section 5.2 of the Continuing Obligations.

The Exchange would also like to highlight that the Company in any event was obliged to publish information about the resolution to distribute dividend pursuant to section 3.2 (1) no. 2 (a), which states that the Company immediately shall publicly disclose information about resolutions of dividend, including information about the allocation and payment of the dividend. This rule applies regardless of whether the information about the dividend constitutes inside information pursuant to section 3-2 of the STA.

## **6.2 Publication of minutes from shareholders' meeting**

As stated under section 0 of the Continuing Obligations, the Company has not published information when its shareholders meetings have been held pursuant to section 8.4 of the Continuing Obligations. This does therefore constitute a breach of the said provision.

## **6.3 Suitability for listing**

Pursuant to section 12.1 (1) of the Continuing Obligations, the Oslo Stock Exchange can remove financial instruments issued by the Company from trading if they no longer satisfy the rules or conditions for Merkur Market, unless such removal would be likely to cause significant damage to the investors' interests or the orderly functioning of the market.

In the Exchange's guidelines to the provision, it is stated that when a decision of delisting is made at the initiative of the Exchange, this is normally due to the company no longer being considered suitable for listing, for example where the company grossly and continuously has violated provisions in the Securities Trading Act or the Merkur rules.

The Company's repeated violations addressed in the Exchange's decision of 2 November 2018 and under items 0 and 0 are considered serious by the Oslo Stock Exchange, also taken into account the short period in which the violations have occurred. Several of the breaches are violations of disclosure obligations, which are of high importance for trust in the Company and correct pricing of the Company's shares.

The Oslo Stock Exchange does continuously monitor the issuers' compliance with the applicable disclosure obligations on the Exchange's market places. The Oslo Stock Exchange considers this work to be of high importance for maintaining the integrity of the market place. A well-functioning market is characterized by all market participants having access to the same information from the issuers at the same time so that investment decisions can be made on the same basis. This contributes to a correct pricing of the relevant financial instruments. The quality of the marketplace is accordingly

affected negatively when the issuers do not comply with the disclosure obligations that apply to the issuers listed on Merkur Market.

The Exchange considers the issuers' competence on the disclosure obligations as important, which is also reflected in the Exchange rules. Pursuant to section 2.3.1 (2) first sentence of the Admission to Trading Rules for Merkur Market (the "**Listing Rules**"), the members of the company's management must have sufficient expertise to satisfy the requirements for the correct and proper management and distribution of information. Furthermore, it follows from section 2.3.1 (3) of the Listing Rules that the company must have procedures in place and be organized to ensure that the company's management and the officers responsible for disclosing information to the market become aware of essential information without undue delay. In addition, at least one member of the board of directors must have satisfactory expertise in respect of the rules that apply to companies listed on the Merkur Market, cf. section 2.3.5 (4) of the Listing Rules. All the said provisions also apply as continuing obligations for the issuers, cf. section 2.3 of the Continuing Obligations.

Given the repeated violations of a number of the rules applicable to issuers with shares admitted to trading on Merkur Market, the Exchange is of the opinion that the Company does not have sufficient expertise to satisfy the requirements for correct and proper management and distribution of information.

The Exchange considers the repeated violations of the Merkur Market rules as gross and that these entail that the Exchange can remove the Company's shares from trading on Merkur Market pursuant to section 12.1 (1) of the Continuing Obligations.

The Oslo Stock Exchange also considers that the cancellation of the dividend in October 2018 underlines that the Company is not suitable for listing. The cancellation had serious consequences for a number of the Company's shareholders who purchased shares following the announcement of the final decision to distribute Triway shares as dividend, in the faith that the distribution was approaching in the near future. The Exchange would in this respect like to highlight that the share price increased with 50% following the announcement. The cancellation also had serious consequences for the shareholders who sold their shares on or following 30 October 2018 in faith of still having right to the dividend. The Exchange has received a number of complaints from shareholders of the Company in this regard.

The Exchange is dependent on that the companies listed on Merkur Market take the necessary steps to ensure that transactions involving its shareholders have been subject to a sufficient level of quality assurance. In this matter, the Company and Triway resolved to announce the distribution of dividend without having sufficient assurance that this did not require an F-1 filing.

The Company has argued that this was an error made by Triway and that the announcements regarding the distribution of dividend was made solely at the request of the Oslo Stock Exchange. The Exchange would in this regard like to emphasize that the Company for a period of more than one year has provided information and updates about the contemplated distribution of dividend and that the distribution is not a stand-alone transaction by Triway. The Company can accordingly not distance itself from the distribution in the final stages of the decision being made and must ensure that all information provided to its shareholders on Merkur Market is correct and has been subject to the necessary quality assurance. The Exchange would also like to point out that in the event the Company could not answer for the information given by Triway, this should have been addressed to the Exchange in the communication regarding the publication of relevant information about the distribution to the market.



The Exchange cannot remove a financial instrument from trading on Merkur Market if this would be likely to cause significant damage to the investors' interests or the orderly functioning of the market, cf. section 12.1 (1) of the Continuing Obligations. This implies that a wide discretion has to be made as to the reasons for and against removal when making the assessment. The interest of the Exchange and the market in being able to delist issuers which do not comply with the applicable rules must therefore be weighed against the shareholders' interest in a continued listing. The Company has informed the Exchange that it has 336 shareholders registered in the VPS and that approximately 52% of the Company's shares are registered in the US, while the remaining 48 % are registered in the VPS.

The Oslo Stock Exchange is of the opinion that a delisting generally will represent disadvantage for the holders of the Company's financial instruments as this implies that investors will lose the security from organized trading, such as the Company's disclosure obligations and financial reporting. This will accordingly be consequences for the shareholders of Company if the shares are removed from trading on Merkur Market.

However, when the Company does not comply with its disclosure obligations in a timely and appropriate manner, as well as breaches other relevant rules applicable to listed issuers, this reduces the value of the listing for the shareholders. This can contribute to the Company's financial instruments trading on different information and thereby affect the correctness of the pricing of its shares, which again is essential for trust in the securities trading market.

As addressed above, the trust and integrity of the market places of the Oslo Stock Exchange are essential and of high importance for the Exchange. It is crucial that the investors trading on the market places of the Exchange can trust the information provided from the listed issuers and also trust that inside information and other information required to be announced are made public within the relevant deadlines. The Exchange does not consider that the Company, with its repeated breaches of the applicable regulations, is able to provide the sufficient level of trust in this regard.

The Exchange also notes that the Company has applied for a voluntary delisting from the Exchange. The application was sent after the Exchange initiated an assessment of whether the Company was suitable for listing and accordingly should be removed from trading from Merkur Market. The Exchange has received reactions from certain shareholders on the Company's application for delisting. These shareholders have argued that a delisting will have negative consequences for the shareholders in terms of the level of information provided by the Company to the shareholders. The shareholders have also advised that there are on-going legal proceedings between certain shareholders and the Company, where a legal complaint has been filed towards the Company with the United States District Court, Southern District of New York.

The Exchange understands that a delisting of the Company will have negative consequences for the shareholders in terms of the flow of information from the Company. However, the general consequences and disadvantages for the shareholders of a delisting, such as less disclosure and not being able to trade the shares on a marketplace, do not entail that the Exchange cannot remove a financial instrument from trading if the Exchange finds that the issuer has repeatedly and grossly violated the applicable rules. In addition, the Exchange has limited means of reactions towards issuers who violate the rules of the Exchange. The Oslo Stock Exchange notes that the shareholders have sought other remedies in the on-going legal complaint than the Exchange has the authority to provide, which point to that these matters could be more suitable to solve through legal proceedings than through the limited means of the Exchange.

When a company has repeatedly and grossly violated the rules of Merkur Market, there have to be significant damage to the shareholders as a result of the removal if this shall imply that the Exchange cannot remove the relevant financial instrument from trading on Merkur Market. As mentioned above, the general negative consequences for the shareholders as a result of a delisting do not entail that the Exchange cannot remove the relevant financial instrument from trading. The Oslo Stock Exchange is of the opinion that a delisting as such, will not cause significant disadvantage to the shareholders, also taken into account article 80 of the regulation of 20 December 2017 no. 2300 on supplementing rules to MiFID II and MiFIR.

Based on the violations addressed in the Exchange's decision of 2 November 2018 and herein, the Exchange does not have trust in the Company providing required, correct and timely information to the market. The Exchange can therefore not maintain a listing for the Company when the listing does not provide the shareholders with the protection the rules applicable to issuers on Merkur Market is intended to give.

The Company has argued that a voluntary delisting will be of advantage for both the Company, the Oslo Stock Exchange and the Company's shareholders, as it will be easier for the Company to facilitate the process in relation to the shareholders. The Company has stated that it in the event of a voluntary delisting will maintain the shares in the VPS following the delisting and that shareholders who want to trade their shares on OTCQX U.S. Premier can do so by transferring their shares to the U.S. transfer agent. The Exchange cannot see how a delisting imposed by the Oslo Stock Exchange will hinder the Company from maintaining the shares in the VPS or the shareholders transferring their shares to the U.S. transfer agent. The technicalities of the delisting will be the same regardless of whether a voluntary delisting is resolved upon or whether the delisting is initiated by the Exchange due to the Company not being suitable for listing.

The Oslo Stock Exchange has limited means of sanctions and reactions towards the companies not complying with the relevant issuer rules. The Company has already been imposed with a violation fee due to the violations addressed in the decision of 2 November 2018. As of the date of this resolution, the Company has not paid the violation fee. While the Company has stated that the fine will be paid, the Exchange has not granted such extension and the Company has previously given similar assurances to the Exchange on a number of occasions during the last six months. The payment is however still outstanding. This combined with the new violations addressed in this case, entail that the Exchange considers that imposing another violation fee will not have the anticipated effect or be suitable to prevent future violations.

Following an overall assessment of the above, the Exchange is of the opinion that the Company's shares are not suitable for listing on Merkur Market. In this assessment, the Exchange has emphasized the repeated and gross violations as accounted for above. The Oslo Stock Exchange's assessment is that this implies that there is a risk of future breaches of the rules. At the same time, and as stated above, the Exchange believes that delisting will not cause significant disadvantage for the shareholders or for the market's duties and function. This supports the Exchange's conclusion that the Company's shares are not suitable for listing on the Merkur Market and accordingly shall be removed from trading. With reference to the above, the Exchange does not consider any other available types of reactions pursuant to chapter 12 of the Continuing Obligations appropriate in this case. The Exchange would also like to highlight that in the resolution of 2 November 2018, the Exchange stated that future violations could result in the removal of the Company's shares from Merkur Market.

When determining the date for delisting, the implementation date for delisting shall in accordance with section 12.1 (6) of the Continuing Obligations and the Exchange's practice give the Company

and its shareholders a reasonable period to adjust to the fact that the Company's shares no longer will be admitted to trading on Merkur Market. The delisting will accordingly be implemented from and including 11 September 2019. The last day of listing will be 10 September 2019.

Based on the above, the Oslo Stock Exchange has on 10 July 2019 passed the following resolution:

*"The Oslo Stock Exchange considers that Sino Agro Food Inc., issuer of shares with ISIN US8293552050, is not suitable for listing on the Merkur Market, and has resolved to delist the shares from trading, cf. section 12.1 of the Continuing Obligations, cf. section 9-30 (1) of the Securities Trading Act. The last listing date for the Company's shares will be 10 September 2019."*

The Exchange's resolution to delist a company from Merkur Market cannot be appealed, cf. Circular 1/2015.

### **3 LØPENDE UTSTEDERREGLER**

#### **3.1 Likebehandling av aksjonærer**

#### **3.2 Løpende informasjonsplikt mv.**

##### **3.2.1 Norwegian Air Shuttle ASA – Merknader til informasjonshåndtering, brev 22.01.2019**

###### **1. Innledning**

Det vises til korrespondanse og kontakt mellom Oslo Børs og Norwegian Air Shuttle ASA («Selskapet» eller «Norwegian») i perioden etter kvartalspresentasjonen den 25. oktober 2018. Kontakten har omhandlet informasjonen som ble gitt under kvartalspresentasjon om det som ble betegnet som «advanced discussions» om et mulig joint venture som ledd i salg og finansiering av deler av Selskapets flyflåte. (I media i etterkant ble prosessen omtalt som «fremskredne samtaler».)

Aksjekursen i Selskapet steg 16,5% den 25. oktober 2018 i etterkant av kvartalspresentasjonen. Som ledd i børsens rutinemessige undersøkelser vedrørende noterte selskapers overholdelse av informasjonsplikten etter løpende forpliktelser pkt. 3.1.1, jf. verdipapirhandelloven § 5-2, innhentet børsen nærmere informasjon fra Selskapet om ovennevnte forhold.

Spørsmålet i saken er om Selskapet har publisert informasjon om samtalene rundt et mulig joint venture rettidig og på korrekt måte.

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

Børsnoterte selskaper er forpliktet til å offentliggjøre innsideinformasjon som direkte angår utsteder uoppfordret og umiddelbart.<sup>27</sup>

Innsideinformasjon er definert i vphl. 3-2 (1). Definisjonen stiller tre hovedvilkår for at opplysninger skal anses som innsideinformasjon. For det første må det dreie seg om presise opplysninger om de aktuelle finansielle instrumentene. Videre må opplysningene være egnet til å påvirke kursen på de

---

<sup>27</sup> Løpende forpliktelser pkt. 3.1.1, jf. vphl. § 5-2 (1)

finansielle instrumentene merkbart. Til slutt må det dreie seg om opplysninger som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet.

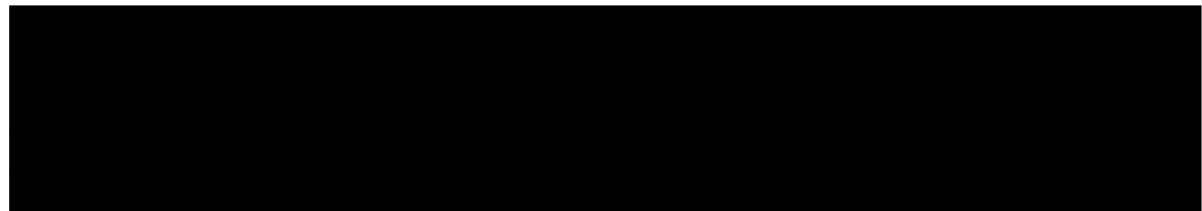
Tilsyn og sanksjonering av reglene om noterte selskapers informasjonsplikt er delegert til Oslo Børs, jf. vphl. § 19-1 (2) og vphl. § 21-4 (3), jf. verdipapirforskriften § 17-1.

### **3. Selskapets redegjørelse**

Oslo Børs har i henvendelsen til Selskapet bedt om redegjørelse for prosessen knyttet til et mulig joint venture. Det ble videre anmodet om Selskapets vurdering av om prosessen rundt et mulig joint venture utgjorde innsideinformasjon, samt Selskapets vurdering knyttet til hvilke faktorer som bidro til kursutviklingen etter kvartalspresentasjonen den 25. oktober 2018.

#### **3.1 Prosessen knyttet til et mulig joint venture**

Selskapet har opplyst at diskusjon rundt et eventuelt joint venture startet i juni 2018.



for å kunne selge eller overføre flyordre, og Selskapet er langt fra sikker på at et slikt samtykke vil gis. Selskapet mener derfor at informasjonen ikke var å anse som presis, jfr. verdipapirhandelloven § 3-2, og at det var for tidlig å si at kontraktsinngåelse med rimelig grunn kunne ventes å inntreffe den 25. oktober 2018. Det er også fremhevet at Selskapet under kvartalspresentasjonen understreket at det ikke er mulig å gi noen garantier for at et joint venture vil kunne gjennomføres.

Som et tilleggselement nevner Selskapet at de allerede på Q1 2018 kvartalspresentasjonen annonserte en intensjon om å selge opptil 140 fly. Det anføres at Selskapet fremdeles jobber mot dette, og at det bør være kjent i markedet at en stor andel av selskapets ordrebok/flyflåte skal avhendes.

#### **3.3 Faktorer som bidro til kursoppgangen den 25. oktober 2018**

Selskapet har trukket frem følgende forhold på spørsmålet om hva som bidro til kursoppgangen etter kvartalspresentasjonen den 25. oktober 2018:

- Konkretisering av tidligere annonsert intensjon om å selge opp til 140 fly, via: 1) Annonsering av intensjon om å gjennomføre en joint venture, og 2) børsmelding om salg av to fly kvelden før kvartalstallfremleggelsen.
- Det ble satt en target for kapasitetsjustert kostnadskutt i 2019 kvantifisert til NOK 2 milliarder.
- Guidet kapasitetsvekst for 2019 på 15-20 prosent var lavere enn forventet i markedet, hvilket ble tolket positivt etter en lang periode med sterk vekst.

Det er i tillegg fremhevet at aksjen til Norwegian er svært volatil, og at det pleier å være store kursutslag både ved fremleggelse av trafikk- og kvartalstall.

### **4. Børsens vurdering**

#### **4.1 Informasjonsplikten for innsideinformasjon**

Som det fremgår ovenfor har børsen ønsket å vurdere om informasjonen fra Norwegian om de «fremskredne samtalene» om en joint venture, som ble gitt under kvartalspresentasjonen den 25.

oktober 2018, ble gitt rettidig og på korrekt måte til markedet. Spørsmålet er om opplysningen om de fremskredne samtaler utgjorde innsideinformasjon, nærmere bestemt om vilkårene for innsideinformasjon var oppfylt, jf. punkt 2 ovenfor.

Det første som må vurderes er om opplysningene om de «fremskredne samtaler» om et mulig joint venture var en presis opplysning. Som det fremgår ovenfor har Selskapet fremholdt at kravet til presis opplysning ikke var oppfylt da det på tidspunktet hvor informasjonen ble gitt var for tidlig å si at kontraktsinngåelse med rimelig grunn kunne ventes å ville inntreffe.

Oslo Børs har etter en helhetsvurdering og under betydelig tvil valgt ikke å overprøve Selskapets vurdering knyttet til om prosessen rundt et mulig joint venture utgjorde en presis opplysning den 25. oktober 2018. Børsen finner imidlertid grunn til å bemerke at spørsmålet om et forhold utgjør en presis opplysning i relasjon til en prosess som strekker seg ut over tid, ikke bare vil være et spørsmål om hvor sannsynlig det er at man lykkes. Det vises her til at Selskapet selv har fremhevet usikkerheten rundt spørsmålet om avtalen vil bli inngått som grunnlag for at forholdet ikke utgjorde en presis opplysning, og det ikke forelå noen garanti for at avtale vil bli inngått. Oslo Børs vil i den forbindelse bemerke at et forhold regulært vil utgjøre en presis opplysning et godt stykke før man kommer til et punkt hvor man har «garanti» for at forholdet vil materialiseres.

Oslo Børs finner også grunn til å fremheve at enkelthendelser i en prosess som strekker seg ut over tid, og som har et bestemt utfall som mål, i seg selv kan utgjøre en presis opplysning. Det vises i denne forbindelse til MAR artikkel 7 nr. 2, som må anses å gi uttrykk for gjeldende rett. I lys av Selskapets tidligere uttrykte intensjon om å selge en stor del av Selskapets ordrebok/flyflåte, vil det at man er i fremskredne samtaler med en mulig partner om et joint venture, [REDACTED] i seg selv vil kunne være en presis opplysning. Dette vil særlig kunne gjelde hvor avtalen man er i prosess for å inngå er viktig for selskapet, og hvor enkelthendelsene representerer et viktig steg på veien mot et ønsket utfall.

Oslo Børs finner også grunn til å presisere at børsen i relasjon til ovennevnte ikke har vektlagt tilleggsmomentet som Norwegian selv har [REDACTED] presentasjonen annonserte en intensjon om å selge opptil 140 fly, og at det derfor bør være kjent i markedet at en stor andel av selskapets ordrebok/flyflåte skal avhendes. Når børsen ikke vektlegger dette skyldes dette at kunnskapen om forhandlingene og status i disse var viktig merinformasjon som markedet ikke hadde. Et uttrykt ønske om et mål er noe annet og mindre konkret enn at man er i en fremskreden prosess som ledd i å realisere målet.

#### **4.2 Merknader til Selskapets informasjonshåndtering**

Som det fremgår ovenfor har Oslo Børs under betydelig tvil valgt ikke å overprøve Selskapets vurdering av om prosessen rundt et mulig joint venture utgjorde innsideinformasjon den 25. oktober 2018. Uavhengig av spørsmålet om hvorvidt denne prosessen representerte innsideinformasjon mener Oslo Børs det var kritikkverdig av Selskapet å informere markedet muntlig på kvartalspresentasjonen om det som ble omtalt som «advanced discussions» rundt et mulig joint venture. Basert på markedets reaksjon etter at informasjonen ble gitt, og analyser utarbeidet i etterkant, deler Oslo Børs Selskapets vurdering om at denne informasjonen var en av flere faktorer som bidro til kursoppgangen den 25. oktober 2018.

Oslo Børs mener på generelt grunnlag at potensielt kurssensitiv informasjon ikke utelukkende bør gis muntlig f.eks. i forbindelse med periodisk rapportering. Ved at informasjonen gis muntlig vil de som overværer presentasjonen få et informasjonsfortrinn sammenliknet med markedet for øvrig. Når det gjelder dette konkrete tilfellet, mener Oslo Børs at informasjonen om de «fremskredne samtaler»

rundt et mulig joint venture som et minimum burde ha fremgått av presentasjonen som ble offentliggjort sammen med regnskapet den 25. oktober 2018.

## 5. Avsluttende merknader

Etter en samlet vurdering har Oslo Børs besluttet å avslutte saken med dette brevet. Det gjøres oppmerksom på at børsen kan benytte dette brevet som veiledning til andre markedsaktører bl.a. ved å publisere brevet på Oslo Børs hjemmeside, og ved å henvise til brevet i veiledning til Løpende forpliktelser.

### 3.2.2 Norwegian Air Shuttle ASA – Kritikk for informasjonshåndtering ifm. Beslutning om midlertidig suspensjon av flyvninger, 23.04.2019

#### 1. Innledning

Det vises til vår henvendelse av 15. mars 2019 og svar fra Norwegian Air Shuttle ASA («Selskapet» eller «Norwegian») 19. mars. Bakgrunnen for børsens henvendelse var Selskapets offentliggjøring av beslutning om midlertidig suspensjon av alle flyginger med Boeing 737 MAX 8 den 12. mars d.å.

12. mars kl. 14:59 offentliggjorde selskapet en børsmelding<sup>28</sup> med tittel «*Norwegian setter sine Boeing 737 MAX 8 på bakken etter anbefalinger fra europeiske luftfartsmyndigheter*» under meldingskategori «*Ikke-informasjonspliktig pressemelding*». Noe tidligere samme dag, dvs. kl. 14:40, ble det publisert en artikkel på e24.no med tittel «*Norwegian setter Max-flyene på bakken*»<sup>29</sup>. Norwegian offentliggjorde også en pressemelding kl. 14:48 vedrørende samme forhold som også ble gjort tilgjengelig på Selskapets hjemmeside<sup>30</sup>. Det materielle innhold i alle disse publiseringene var Selskapets beslutning om midlertidig suspensjon av flyvninger med egne fly av typen Boeing 737 MAX 8 som følge av anbefalinger fra europeiske luftfartsmyndigheter.

Norwegians aksjekurs falt med 2,9 % tirsdag 12. mars 2019 ift. sluttkurs mandag 11. mars. Kursfallet ift. åpningsauksjonen 12. mars var på 3,5 %. Det ble omsatt om lag 2,75 millioner aksjer denne dagen, noe som ikke skiller seg vesentlig ut sammenlignet med daglig omsetningsvolum de to foregående uker.

Kursutviklingen og omsetningsvolumet skiller seg imidlertid markant ut i perioden fra kl. 14:30 til kl. 15:30. Fra kl 14:30 faller kursen kraftig. Kl. 14:29 handles aksjen til ca NOK 55,9 og faller deretter frem til ca kl. 14:47 hvor den handles til dagens laveste kurs på om lag 51,4, dvs. ned ca. 8 % på ca. 20 minutter. Aksjen henter seg deretter gradvis inn og ender på sluttkurs NOK 55.

---

<sup>28</sup> <https://newsweb.oslobors.no/message/471809>

<sup>29</sup> <https://e24.no/boers-og-finans/norwegian-air-shuttle/norwegian-setter-max-flyene-paa-bakken/24579953>

<sup>30</sup> <https://media.no.norwegian.com/pressreleases/norwegian-setter-sine-boeing-737-max-8-paa-bakken-etter-anbefalinger-fra-europeiske-luftfartsmyndigheter-2846621>



Kursutvikling NAS 12. mars 2019. Kilde: SMARTS

Spørsmålet i saken er etter dette om Selskapet har offentliggjort beslutningen om å suspendere flyvning med Selskapets MAX 8 fly rettidig og på korrekt måte.

## 2. Noterte selskapers informasjonsplikt til markedet

Børsnoterte selskaper er forpliktet til å offentliggjøre insideinformasjon som direkte angår utsteder uoppfordret og umiddelbart<sup>31</sup>.

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

*”Med insideinformasjon 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.”*

Tilsyn og sanksjonering av reglene om noterte selskapers informasjonsplikt er delegert til Oslo Børs, jf. vphl. § 19-1 (2) og vphl. § 21-4 (3), jf. verdipapirforskriften § 17-1.

## 3. Selskapets redegjørelse

Norwegian har redegjort for at det var beslutningen fra britiske luftfartsmyndigheter (UK CAA) om å stenge sitt luftrom for 737 MAX-fly, publisert i pressemelding kl. 14:30, som utløste Selskapets beslutning om å sette egne 737 MAX 8 fly på bakken. Selskapet har forklart at britiske, irske, norske og europeiske luftfartsmyndigheter erfaringsmessig følger hverandre, og at det derfor var grunn til å anta at en slik beslutning fra britiske luftfartsmyndigheter ville få følgeeffekter. Senere samme dag, dvs. kl. 20:00, besluttet også europeiske luftfartsmyndigheter (EASA) å stenge sitt luftrom for denne flytypen.

<sup>31</sup> Løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper pkt. 3.1.1, jf. vphl. § 5-2 (1)

### **3.1 Selskapets vurdering av informasjonens karakter**

Selskapet har opplyst at det primære fokus, etter at beslutningen om å sette flyene på bakken ble tatt, var å ivareta passasjerene, herunder å få ut informasjon om beslutningen så raskt som mulig. Det ble derfor ikke foretatt en tilstrekkelig grundig vurdering av informasjonens natur og hvorvidt Selskapets beslutning utgjorde innsideinformasjon i verdipapirhandellovens forstand. På tidspunktet for Selskapets beslutning var det bl.a. kjent at myndighetene i flere land der Selskapet flyr hadde innført flyforbud. Dette tilsa at markedet hadde en viss forventning om at slik beslutning fra Selskapet var nært forestående. Etter at Selskapets pressemelding var publisert kl. 14:48 ble det foretatt en ny vurdering av informasjonens natur som konkluderte med at innholdet var relevant for finansmarkedet. Dette var således bakgrunnen for at pressemeldingen også ble publisert som børsmelding kl. 14:59.

Børsmeldingen ble offentliggjort av Selskapets finansavdeling, og dette ble gjort under tidspress for å begrense tiden mellom pressemeldingen og børsmeldingen. Man benyttet kategorien «Ikke-informasjonspliktig pressemelding», og ikke «Innsideinformasjon» for å unngå dobbeltkommunikasjon da pressemeldingen allerede var ute. Selskapet har gitt uttrykk for at kategoriseringen av meldingen var upresis.

### **3.2 Vedrørende artikkel på e24.no**

Artikkelen som ble publisert på e24.no kl. 14:40 hadde omtrent liklydende innhold som pressemeldingen som ble sendt ut av Selskapet kl. 14:48. Denne ble oversendt av Selskapet til E24 i den tro at pressemeldingen allerede var publisert. Klokket 14:43 ble tilsvarende informasjon publisert på Norwegians intranett.

### **3.3 Selskapets kommentarer til informasjonshåndteringen**

Selskapet har i sin redegjørelse gitt uttrykk for at prosessen med utarbeidelse av pressemeldingen og vurderingen av behovet for en børsmelding ikke ble håndtert på en tilfredsstillende måte. Dette som et resultat av den ekstraordinære situasjonen og tidspresset som oppstod, herunder at det primære fokus var rettet mot å ivareta passasjerer ved å få ut informasjonen om beslutningen så raskt som mulig. I etterkant har Selskapet erkjent at børsmeldingen burde vært sendt ut med en gang beslutningen om å sette flyene på bakken ble fattet, altså rett etter klokken 14:30, og før man sendte ut pressemeldingen. Selskapet har gitt uttrykk for at man tar sterk selvkritikk for dette, og at man i etterkant av denne hendelsen vil gjennomgå egne rutiner og prosedyrer for vurdering og håndtering av innsideinformasjon.

## **4. Børsens vurdering**

Beslutningen fra britiske luftfartsmyndigheter (UK CAA) om å stenge eget luftrom for 737 MAX-fly ble publisert ca. kl. 14:30, altså omlag 10 minutter før opplysningen om Norwegians beslutning ble publisert på E24. Stengingen av britisk luftrom var således offentlig tilgjengelig i forkant av at Norwegians beslutning ble publisert første gang. Aksjekursen til Selskapet falt med ca. 2 % på økt handelsvolum i denne 10 minutters perioden. Oslo Børs holder det åpent om Norwegian aksjen ville falt ytterligere selv uten en offentliggjøring av Selskapets beslutning om å sette egne 737 MAX-fly på bakken, men finner at dette ikke er avgjørende for saken.

Oslo Børs mener at Selskapets beslutning om å sette sine 737 MAX-fly på bakken var en «presis opplysning» som var tilstrekkelig spesifikk til å trekke en slutning om den mulige påvirkningen på kursen til Selskapets aksjer. Dette selv om det eventuelt var en viss forventning i markedet om at en beslutning fra Norwegian var nært forestående etter at flere myndigheter innførte flyforbud med denne flytypen. Børsen bygger sin vurdering på at de endelige konsekvensene for Norwegian først ble stadfestet gjennom Selskapets beslutning. Det legges videre til grunn at en fornuftig investor



sannsynligvis ville benytte opplysningen om at Norwegian hadde besluttet å sette sine 737 MAX-fly på bakken som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning.

Selskapet synes heller ikke å bestride at deres beslutning utgjorde innsideinformasjon (jf. vphl. § 3-2) og således var omfattet av selskapets informasjonsplikt etter vphl. § 5-2 (1), jf. Løpende forpliktelser pkt. 3.1.1.

Oslo Børs er kritisk til at Selskapet først etter at pressemeldingen var publisert kl. 14:48 synes å ha foretatt en kvalifisert vurdering av informasjonen opp mot Selskapets informasjonsplikt etter verdipapirhandelloven og børsens Løpende forpliktelser. Selv om det antas at pressemeldingen ble distribuert bredt relativt raskt, var allerede opplysningene publisert på E24 (kl. 14:40) og internt på Norwegians intranett (kl. 14:43). At dette ikke var tilsiktet, og skyldes en kommunikasjonssvikt internt i Selskapet, tilsier at Selskapets rutiner og prosedyrer ikke har vært gode nok. Det er imidlertid positivt at Selskapets finansavdeling fikk offentliggjort informasjonen gjennom en børsmelding raskt etter at pressemeldingen var sendt ut. Børsen finner det imidlertid uheldig at man ikke benyttet korrekt kategori på børsmeldingen da denne ble offentliggjort kl 14:59, og legger til grunn at også dette kan tilskrives en mangelfull vurdering i en hektisk situasjon. Samtidig vil børsen fremheve at beslutningen om å sette egne 737 MAX-fly på bakken ble truffet og kommunisert meget raskt etter at UK CAAs beslutning ble bekreftet, og børsen har forståelse for at håndteringen av slike situasjoner kan være krevende. Dette understreker behovet for å ha gode rutiner og prosedyrer for vurdering og håndtering av innsideinformasjon, som også fungerer i situasjoner med tidspress. Det at Selskapet i forkant av endelig beslutning fra UK CAA hadde fått signaler om at slik beslutning kunne være nært forestående, tilsier også at det burde vært mulig å foreta en forsvarlig vurdering av informasjonens karakter uten at dette behøvde å gå på akkord med Selskapets ønske om å kommunisere egen beslutning raskt.

Børsen finner det positivt at Norwegian har vært åpne rundt prosessen knyttet til publiseringen av beslutningen om å sette 737 MAX-flyene på bakken den 12. mars, og uoppfordret har erkjent at egne rutiner og prosedyrer har vært mangelfulle. Selskapet har tatt hendelsen på alvor, og har bekreftet at Selskapet vil gjennomgå sine rutiner for å sikre at slike hendelser ikke skjer i fremtiden.

## **5. Avsluttende merknader**

Etter en samlet vurdering har Oslo Børs besluttet å avslutte saken med dette brevet. Oslo Børs vil imidlertid påpeke at denne saken er det tredje tilfellet på under halvannet år hvor Selskapet mottar brev fra børsen for kritikkverdig informasjonshåndtering, og at dette har vært et skjerpene moment. Når Oslo Børs likevel velger å avslutte saken gjennom et kritikkbrev skyldes dette at Selskapet raskt og på eget initiativ offentliggjorde beslutningen om midlertidig suspendere flyvningene med egne 737 MAX-fly gjennom en børsmelding. Det er videre vektlagt at selv om kursutslaget innledningsvis var betydelig, er det usikkert hvor mye av effekten som isolert sett kan tilskrives Selskapets offentliggjøring av egen beslutning om midlertidig å suspendere flyvning med egne 737 MAX-fly, og hva som kan tilskrives UK CAAs beslutning rett i forkant. Ser man kursutviklingen under ett for dagen var denne også begrenset da mye av kursutslaget som fulgte etter UK CAAs beslutning og Selskapets offentliggjøring av egen beslutning var hentet inn da markedet stengte den 12. mars. Videre er det også tillagt noe vekt at Selskapet selv klart har erkjent at informasjonshåndteringen ikke var god nok og at Selskapet vil gjennomgå sine prosedyrer og rutiner.

I lys av at denne saken er det tredje tilfellet på under halvannet år hvor Selskapet mottar brev fra børsen for kritikkverdig informasjonshåndtering har Oslo Børs en klar forventning om at Selskapet styrker sin kompetanse og sine rutiner på dette området. Ved eventuelle fremtidige brudd på reglene informasjonshåndtering vil nærværende og tidligere brudd være et skjerpene moment.

Det gjøres oppmerksom på at børsen kan benytte dette brevet som veiledning til andre markedsaktører bl.a. ved å publisere brevet på Oslo Børs hjemmeside under «Vedtak og uttalelser», og ved å henvise til brevet i veiledning til Løpende forpliktelser.

### 3.2.3 Element ASA – Overtredelse av løpende informasjonsplikt, 09.05.2019

#### 1 Innledning

Saken gjelder spørsmålet om Element ASA (“**Selskapet**”) har brutt verdipapirhandelloven § 5-2 (1), jf. Oslo Børs løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper (“**Løpende forpliktelser**”) punkt 3.1.1, ved å ikke rettidig offentliggjøre informasjon om revisors fratreden.

Torsdag 22. november 2018 kl. 8.30 offentligjorde Selskapet en børsmelding med innkalling til ekstraordinær generalforsamling.<sup>32</sup> Generalforsamlingen skulle behandle valg av PwC som ny revisor for Selskapet, og børsmeldingen inneholdt blant annet følgende:

*«Revisorskiftet angår ikke integriteten til Selskapets regnskaper, men skyldes utfordringer i samarbeidet med EY. Selskapet går inn i viktige faser og økt kompleksitet i krevende utviklingsprosjekter i flere land, noe som gjør at Selskapet vil styrke rutiner og den generelle rapportering. Selskapet har innledet en prosess for å styrke finans- og regnskapsfunksjonen til Selskapet og ser frem til å jobbe med PwC som revisjonspartner i dette arbeidet.»*

PwC tilbakekalte sitt tilbud om revisjon dagen etter grunnet medieoppslag om varslet søksmål mot Selskapets styreleder og dette ble børsmeldt samme kveld.

Selskapet publiserte mandag 26. november 2018 en ny børsmelding<sup>33</sup> om revisorsituasjonen, som blant annet inneholdt følgende informasjon:

*«Element vil avholde en ekstraordinær generalforsamling 14. desember 2018 for å velge ny revisor, som en følge av at EY, på grunn av utfordringer i samarbeidet, ikke ønsket å videreføre sitt engasjement. PwC var innstilt som ny revisor, med trakk sitt kandidatur 23. november 2018.»*

Oslo Børs mener at det faktum at EY trakk seg som Selskapets revisor som følge av det de mente var vesentlige mangler ved Selskapets finans- og regnskapsfunksjon utgjorde innsidendeinformasjon og at børsmeldingen av 22. november 2018 var mangelfull og ga en uriktig beskrivelse av de faktiske forhold knyttet til EYs fratredelse.

Sakens faktiske forhold vil bli nærmere belyst under punkt **Feil! Fant ikke referansekilden.** nedenfor. Det rettslige grunnlaget er oppsummert i punkt 0. Under punkt 0 følger Selskapets anførsler, mens børsens vurdering er inntatt under punkt 0.

#### 2 Kort om Selskapet

Selskapet ble først notert på Oslo Børs i 1996 under navnet Mindex ASA og var notert frem til 2000, hvor Selskapet ble kjøpt opp og tatt av børs. Selskapet ble notert for andre gang i 2006 under navnet Crew Minerals ASA. Selskapet skiftet senere navn til Intex Resources ASA og deretter til Element ASA i 2017.

<sup>32</sup> <https://newsweb.oslobors.no/message/464204>

<sup>33</sup> <https://newsweb.oslobors.no/message/464384>

Selskapets hovedvirksomhet har vært letevirksomhet og utvikling av mineraler og metaller, men i 2016 gjennomførte Selskapet en strategiendring som innebar et økt fokus på forretningsutvikling. Da Selskapet endret navn til Element ASA i andre halvår av 2017, annonserte Selskapet samtidig at de hadde som intensjon å utstede en digital kryptovaluta. Dette er foreløpig ikke gjennomført, men Selskapet har annonsert at de estimerer en lansering av digitale token ultimo første halvår 2019.

### **3 Sakens faktiske forhold**

#### **3.1 Prosessen som ledet frem til EYs fratredelse**

Basert på dokumentasjon og forklaringer fra Selskapet, følger en redegjørelse av prosessen som ledet frem til EYs skriftlige meddelelse om fratredelse som Selskapets revisor den 21. november 2018.

Den 9. januar 2018 sendte EY nummerert brev nr. 7<sup>34</sup> til Selskapet som blant annet adresserte følgende forhold:

- Nærmere vurdering av konsolideringsplikt av Ambershaw Metallics, herunder at regnskapsinformasjon for Ambershaw Metallics ikke hadde blitt oversendt revisor
- Regnskapsmessig vurdering av Mindoro Nickel Project
- Manglende «særskilt konto» for emisjoner med kontantinnskudd i henhold til asal. § 10-13
- Krav om løpende bokføring av transaksjoner knyttet til gjeldskonverteringer relatert til lånefasilitet med Alpha Blue Ocean
- Mangelfull rapportering av forskuddstrekk og arbeidsgiveravgift
- Enkelte bemerkninger til selskapets finansielle situasjon og anbefaling om nødvendige tiltak for å sikre tilstrekkelige midler for løpende forpliktelser de neste 12 måneder

Brevet adresserte også viktigheten av at revisor ble holdt løpende og tidsriktig orientert om forhold som kunne være relevant for revisjonen, herunder inngåelse av avtaler, transaksjoner med nærstående, endringer i virksomheten eller kommunikasjon med tilsyn og myndigheter.

Den 29. april 2018 ble det avholdt styremøte i Selskapet hvor EY deltok. Ansvarlig revisor hos EY ga en presentasjon til styret hvor det fremgikk at revisjonen av 2017-regnskapet hadde gått trått, herunder at ulike versjoner av årsregnskapet ble delt med EY og at feil som var påpekt fra EY ikke hadde blitt korrigert. Revisor påpekte at det hadde vært vanskelig å komme i mål med regnskapet i tide. Det viste seg i ettertid at det også hadde blitt gjort endringer i regnskapene etter avholdelse av styremøtet.

[Redacted text block]

[Redacted text block]

[Redacted text block]

<sup>34</sup> [Vedlegg 1](#): Nummerert brev nr. 7 fra EY datert 9. januar 2018

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

I perioden fra 15. november 2018 og frem til onsdag 21. november 2018 var det dialog med EY hvor Selskapet forsøkte å forstå bakgrunnen for ønsket om fratredelse, samt å overtale EY til å fortsette som Selskapets revisor.

Samtidig tok Selskapet kontakt med andre mulige revisorkandidater. Selskapet kontaktet PwC i sakens anledning fredag 16. november 2018 i 11-tiden. Det ble avholdt møter med PwC og BDO mandag 19. november 2018, hvor formålet var å undersøke om en av disse kunne overta revisjonsoppdraget dersom EY skulle trekke seg.

I etterkant av møtet fikk Selskapet beskjed om at PwC ville inngi et tilbud for revisjonstjenester, forutsatt at Selskapets redegjørelse for EYs avgang var i overenstemmelse med hva EY ville forklare<sup>35</sup>. Selskapet avklarte også med EY og PwC at sistnevnte skulle ta kontakt med EY.<sup>36</sup> BDO opplyste til Selskapet at de ikke så noen grunn til ikke å ta oppdraget, men ønsket mer informasjon om Selskapets kryptovalutaprojekt før de kunne inngi et endelig tilbud<sup>37</sup>. BDO opplyste videre at de hadde snakket med ansvarlig revisor i EY og at det ikke fremkom noe i den samtalen som tilsa at de ikke ville påta seg revisjonsoppdraget, forutsatt at Selskapets økonomifunksjon ble styrket. BDO innga aldri et endelig tilbud om oppdraget.

Onsdag 21. november 2018 kl. 13.23 ble det oversendt et tilbud fra PwC til Selskapet<sup>38</sup>. På spørsmål fra Selskapet om de hadde snakket med EY, bekreftet PwC at dette var gjort uten at nye forhold eller begrunnelser dukket opp.<sup>39</sup>

Senere samme dag kl. 17.06 mottok Selskapet nummerert brev nr. 8<sup>40</sup> fra EY hvor det formelt ble informert om at de ville fratre som Selskapets revisor. Fratredelsen ble begrunnet i vesentlige mangler i Selskapets rutiner og prosesser og at EY per dato for brevet ikke hadde mottatt etterspurt dokumentasjon som var nødvendig for deres revisjon. EY mente videre at Selskapet ikke hadde tilstrekkelig kapasitet og kompetanse for sin virksomhet, og fremhevet særskilt investeringer i Luxembourg/Marokko, komplekse konvertible lånefasiliteter og Selskapets planlagte Initial Token Offering (ITO). Revisor anså at de i den foreliggende situasjon ikke var i stand til å utføre en revisjon

---

<sup>35</sup> Vedlegg 2: E-korrespondanse mellom Selskapet og PwC av 19. november 2018

<sup>36</sup> I henhold til revisorloven § 7-2 skal ny revisor før de tar på seg oppdraget få en uttalelse fra forrige revisor om hvorvidt det foreligger forhold som tilsier at en ny revisor ikke bør påta seg oppdraget

<sup>37</sup> Vedlegg 3: E-post fra BDO til Selskapet av 20. november 2018

<sup>38</sup> Vedlegg 4: Tilbud om revisjon fra PwC til Selskapet av 20. november 2018

<sup>39</sup> Vedlegg 5: E-korrespondanse mellom Selskapet og PwC av 20. november 2018

<sup>40</sup> Vedlegg 6: Nummerert brev nr. 8 fra EY datert 21. november 2018

av Selskapet i samsvar med revisorlovens krav og derfor ville fratre i samsvar med revisorloven § 7-1 annet ledd. EY opplyste at de ville melde sin fratreden innen 10. desember 2018 dersom ny revisor ikke var innstilt og ellers innen utløpet av desember 2018. Fristene i brevet ble satt i samråd med Selskapet i lys av at PwC ville påta seg revisjonsoppdraget. Brevet ble videresendt PwC kort tid etter og de bekreftet at de var kjent med innholdet etter samtale med EY dagen før<sup>41</sup>.

Samme kveld kl. 18.30 ble det avholdt styremøte i Selskapet, hvor også ansvarlig revisor fra EY deltok i deler av møtet<sup>42</sup>. Styret ble orientert om prosessen som ledet frem til nummerert brev nr. 8.

I henhold til styreprotokollen ble det også vurdert om situasjonen med revisor utgjorde insideinformasjon og styret vurderte at dette ikke var tilfelle.

Videre la Selskapet vekt på at det ikke var noe som tilsa at det var feil i Selskapets avgitte regnskaper eller uenighet om verdsettelse av Selskapets eiendeler eller regnskapsprinsipper, eller at fratredelsen var begrunnet i den planlagte tokenutstedelsen.

Videre ble det vedtatt å akseptere tilbudet fra PwC og innkalle til ekstraordinær generalforsamling for å velge PwC som Selskapets nye revisor. Utkast til børsmelding ble sirkulert til PwC for deres kommentarer.<sup>43</sup>

### **3.2 Offentliggjøringen av EYs fratredelse og etterfølgende omstendigheter**

*Torsdag 22. november 2018*

Torsdag morgen kl. 8.30 offentliggjorde Selskapet en børsmelding med innkalling til ekstraordinær generalforsamling.<sup>44</sup> Generalforsamlingen skulle behandle valg av PwC som ny revisor for Selskapet, og inneholdt følgende begrunnelse:

*«Revisorskiftet angår ikke integriteten til Selskapets regnskaper, men skyldes utfordringer i samarbeidet med EY. Selskapet går inn i viktige faser og økt kompleksitet i krevende utviklingsprosjekter i flere land, noe som gjør at Selskapet vil styrke rutiner og den generelle rapportering. Selskapet har innledet en prosess for å styrke finans- og regnskapsfunksjonen til Selskapet og ser frem til å jobbe med PwC som revisjonspartner i dette arbeidet.»*

Kort tid etter børsmeldingen sendte Oslo Børs en henvendelse til Selskapet<sup>45</sup> med forespørsel om en nærmere redegjørelse for bakgrunnen og prosessen som ledet frem til bytte av revisor fra EY til PwC, herunder kopi av nummererte brev og annen korrespondanse mellom Selskapet og EY som kunne kaste lys over dette.

Senere samme dag kl. 16.30 sendte Selskapet en e-post til PwC<sup>46</sup> hvor de meddelte at de mente nummerert brev nr. 8 fra EY ga en feilaktig fremstilling av de faktiske forhold rundt EYs fratreden. Brevet bar etter Selskapets oppfatning preg av at EY ønsket å konstruere en forklaring som er juridisk sterk nok, uten å påpeke de reelle forholdene slik de hadde blitt beskrevet muntlig. Selskapet

<sup>41</sup> Vedlegg 7: E-post korrespondanse mellom PwC og Selskapet av 21. november 2018 - I

<sup>42</sup> Vedlegg 8: Styreprotokoll av 21. november 2018

<sup>43</sup> Vedlegg 9: E-post korrespondanse mellom PwC og Selskapet av 21. november 2018 - II

<sup>44</sup> <https://newsweb.oslobors.no/message/464204>

<sup>45</sup> Vedlegg 10: E-post korrespondanse mellom Oslo Børs og Selskapet fra 22. november 2018 til 23. november 2018

<sup>46</sup> Vedlegg 11: E-post korrespondanse mellom PwC og Selskapet av 22. november 2018

fremholdt til PwC at de ikke kunne leve med at brevet var formulert på den måten som et dokument som endte opp hos Finanstilsynet og Oslo Børs på forespørsel. Selskapet opplyste at de ville skrive et omfattende referat fra styremøtet dagen før og at de også hadde utformet utkast til et brev til EY hvor dette ble adressert.

Kl. 17.21 publiserte Dagens Næringsliv (DN) en avisartikkel<sup>47</sup> om at Selskapets styreleder hadde blitt varslet om et søksmål fra svenske pensjonsmyndigheter vedrørende investeringer foretatt i selskaper som vedkommende kontrollerte. Artikkelen ble inntatt i avisens papirutgave dagen etter. Selskapet kontaktet PwC om artikkelen samme kveld og fremholdt at styreleder var uenig i avisens fremstilling av saken.

Selskapet inngikk sluttavtale med finansdirektøren torsdag kveld og offentligjorde en børsmelding<sup>48</sup> om dette kl. 23.16.

#### *Fredag 23. november 2018*

Fredag svarte Selskapet på EYs nummererte brev nr. 8<sup>49</sup> hvor det fremgikk at de mente innholdet i EYs brev ga en uriktig beskrivelse av det faktum som begrunnet revisors ønske om å trekke seg og ba om at EY trakk brevet tilbake og utstedte et nytt brev med den reelle begrunnelsen for fratredelsen. Av brevet fremgikk det videre at Selskapet bestred at EY hadde grunnlag for å fratse revisjonsoppdraget, men at de likevel ikke ønsket å fortsette relasjonen til EY som revisor.

Fredag morgen i 10-tiden ble Selskapet kontaktet av PwC som opplyste at de grunnet oppslaget i DN måtte vurdere revisjonsoppdraget med andre involverte internt. Selskapets aksjekurs hadde på dette tidspunktet falt ca. 13,3 % i forhold til sluttkurs dagen før.

Selskapets styre ble informert om PwCs revurdering av revisjonsoppdraget kl. 13.30 og det ble besluttet å forsøke å gå i nærmere dialog med PwC med sikte på en konstruktiv løsning.

Rundt kl. 14.15 ringte PwC til Selskapet og opplyste om at tilbudet om revisjon ville bli trukket. Kort tid etter ringte Selskapets administrerende direktør til Oslo Børs og opplyste om at PwC hadde trukket sitt kandidatur som Selskapets nye revisor. Det var deretter en dialog mellom Selskapet og børsen hvor det ble diskutert om det forelå grunnlag for utsatt offentliggjøring av forholdet. Oslo Børs meddelte Selskapet at børsen mente det ikke forelå grunnlag for utsatt offentliggjøring, ettersom markedet handlet i aksjen i den tro at Selskapet hadde fått ny revisor og dette ikke lenger var tilfelle. Ved en utsatt offentliggjøring av forholdet ville markedet dermed bli villedet. Oslo Børs besluttet å innføre børspause frem til Selskapet hadde offentliggjort informasjon om forholdet. Børspausen ble innført kl. 14.50.

Kl. 17.13 sendte PwC et brev<sup>50</sup> til Selskapet hvor det ble opplyst at de tilbakekalte sitt tilbud om revisjon grunnet medieoppslaget i DN. Det ble i brevet angitt at tilbudet hadde blitt inngitt under andre forutsetninger enn de som da hadde kommet for en dag og at prosessen derfor ble avsluttet fra PwCs side.

Selskapet publiserte børsmelding om PwCs tilbakekallelse av kandidatur som revisor kl. 18.15.<sup>51</sup> Det ble ikke opplyst om årsaken til at PwC trakk seg.

<sup>47</sup> <https://www.dn.no/marked/element/falcon-fund/lars-christian-beitnes/bors-topp-varslet-om-kjempesoksmal/2-1-478908>

<sup>48</sup> <https://newsweb.oslobors.no/message/464304>

<sup>49</sup> Vedlegg 12: Brev fra Selskapet til EY av 23. november 2018

<sup>50</sup> Vedlegg 13: Brev fra PwC til Selskapet av 23. november 2018

<sup>51</sup> <https://newsweb.oslobors.no/message/464375>

*Søndag 25. november 2018*

Søndag 25. november 2018 kl. 15.12 ble det publisert et tilsva<sup>52</sup> fra Selskapets styreleder i DN til artikkelen som ble publisert tidligere i uken. Tilsvaret ble også inntatt i papirutgaven dagen etter. Av tilsvaret fremgikk blant annet følgende: «*Da saken ble omtalt i Norge var det børsnoterte selskapet Element ASA, hvor jeg har vært styreleder siden 2016, i dialog med en ny revisor. Slik jeg forstår det er det omdømmerisiko knyttet til omtalen i Dagens Næringsliv, som begrunner at denne revisoren dessverre trakk seg og det ble skapt stor usikkerhet rundt selskapet.*»

*Mandag 26. november 2018*

Mandag 26. november 2018 kl. 8.00 offentliggjorde Selskapet en ny børsmelding<sup>53</sup> om revisorsituasjonen, som blant annet inneholdt følgende informasjon:

*«Element vil avholde en ekstraordinær generalforsamling 14. desember 2018 for å velge ny revisor, som en følge av at EY, på grunn av utfordringer i samarbeidet, ikke ønsket å videreføre sitt engasjement. PwC var innstilt som ny revisor, men trakk sitt kandidatur 23. november 2018.»*

Videre var det inntatt en uttalelse fra Selskapets administrerende direktør:

*«Etter at PwC trakk sitt kandidatur, så har vi gjennom helgen drøftet med revisorkandidater og jobber med flere alternativer for å styrke vår finans- og regnskapsfunksjon. Vi understreker at regnskapenes integritet ikke er utfordret på noe punkt og jeg er trygg på at vi vil finne en god løsning. Jeg ser frem til å oppdatere våre aksjonærer på utviklingen [...]»*

På bakgrunn av børsmeldingen som ble publisert fredag kveld, opphevet Oslo Børs børsferien før handelen åpnet mandag 26. november 2018.

Samme dag besvarte EY Selskapets brev av 23. november 2018<sup>54</sup> hvor det fremgikk at de hadde vurdert forholdene som Selskapet hadde påpekt i brevet, men ikke så grunnlag for å trekke tilbake sitt nummererte brev nr. 8.

*Enkelte etterfølgende omstendigheter*

Den 30. november 2018 meldte Selskapet at de hadde oppnevnt ny midlertidig finansdirektør.<sup>55</sup>

Den 11. desember 2018 offentliggjorde Selskapet en børsmelding<sup>56</sup> hvor det ble opplyst at mandatet til EY utløp samme dag og at Selskapet fremdeles var i prosess med å engasjere ny revisor. Generalforsamlingen den 14. desember 2018 var derfor utsatt frem til dette var på plass.

Ettersom Selskapet dermed sto uten revisor, besluttet Oslo Børs å sette Selskapet på særlig observasjon, jf. Løpende forpliktelser punkt 14.4. Særlig observasjon innebærer at det foreligger forhold som kan gjøre at verdsettelsen av et notert selskap er særlig usikker. At et finansielt instrument settes under særlig observasjon påvirker ikke selve handelen, men gir informasjon til markedsaktørene om at det foreligger usikkerhet knyttet til kursfastsettelsen av det aktuelle finansielle instrumentet. Selskapets aksjekurs falt 15,7 % denne dagen i forhold til sluttkurs dagen før.

---

<sup>52</sup> <https://www.dn.no/innlegg/lars-christian-beitnes/oslo-bors/kpmg/malurt-fra-malta/2-1-484889>

<sup>53</sup> <https://newsweb.oslobors.no/message/464384>

<sup>54</sup> Vedlegg 14: Brev fra EY til Selskapet av 26. november 2018

<sup>55</sup> <https://newsweb.oslobors.no/message/464794>

<sup>56</sup> <https://newsweb.oslobors.no/message/465455>

Den 13. desember 2018 sendte Selskapet et brev til EY hvor de anførte at EY ikke hadde rett til å trekke seg som Selskapets revisor og krevde at EY gjeninntrodte som dette.<sup>57</sup>

Selskapet avholdt ekstraordinær generalforsamling den 25. januar 2019<sup>58</sup> hvor det ble valgt ny styreleder og Plus Revisjon ble valgt som ny revisor. Selskapet ble etter dette tatt av særlig observasjon.

### 3.3 Børsens nærmere undersøkelser

Som nevnt under punkt 0 sendte Oslo Børs en forespørsel til Selskapet kort tid etter børsmeldingen den 22. november 2018 hvor det ble etterspurt nærmere informasjon og dokumentasjon om bakgrunnen for revisorskiftet. Henvendelsen ble besvart dagen etter.

Påfølgende uke var det ytterligere korrespondanse mellom Oslo Børs og Selskapet hvor mer informasjon og dokumentasjon ble oversendt fra Selskapet.<sup>59</sup>

Den 13. desember 2018 ble det avholdt et møte mellom Oslo Børs og Selskapet om revisorsituasjonen. Møtet gikk i hovedsak ut på at Selskapet redegjorde nærmere for bakgrunnen for revisorsituasjonen som hadde oppstått og Selskapets planer for å løse denne.

Børsen sendte forhåndsvarsel om vedtak den 13. februar 2019 med frist for kommentarer fra Selskapet den 28. februar 2019. Etter anmodning fra Selskapet ble det gitt fristutsettelse på én uke til 7. mars 2019. Selskapet sendte sine kommentarer til forhåndsvarselet til Oslo Børs denne dagen<sup>60</sup>.

Som følge av at det forelå større uenigheter mellom Selskapet og EY knyttet til sistnevntes fratredelse enn det børsen hadde forståelse av ved oversendelse av forhåndsvarselet den 13. februar 2019, ble det oversendt et oppdatert forhåndsvarsel til Selskapet den 2. april 2019. Fristen for ytterligere kommentarer ble satt til 11. april 2019 og Selskapet oversendte sitt svar til Oslo Børs den 10. april 2019<sup>61</sup>.

## 4 Rettslig grunnlag

### 4.1 Informasjonsplikt

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) (vår understrekning):

*“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

<sup>57</sup> Vedlegg 15: Brev fra Selskapet til EY av 13. desember 2018

<sup>58</sup> <https://newsweb.oslobors.no/message/468075>

<sup>59</sup> Vedlegg 16: E-post korrespondanse mellom Oslo Børs og Selskapet fra 26. november 2018 til 28. november 2018

<sup>60</sup> Vedlegg 17: Selskapets kommentarer til forhåndsvarselet av 7. mars 2019

<sup>61</sup> Vedlegg 18: Selskapets kommentarer til oppdatert forhåndsvarsel av 10. april 2019



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 konklusjon 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.

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, jf. vphl. § 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. Det må dermed foretas en vurdering av om opplysningen var av en slik art at det er sannsynlig at en fornuftig investor ville ha handlet annerledes om opplysningen var tilgjengelig, 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.

Selskapet kan på nærmere vilkår utsette offentliggjøring av innsideinformasjon, jf. vphl. § 5-3. Det følger av verdipapirforskriften § 5-1 at utsteder ved utsatt offentliggjøring uoppfordret og umiddelbart skal varsle børsen om forholdet, herunder om bakgrunnen for utsettelsen. Tilsvarende plikt følger av løpende forpliktelser pkt. 3.1.2 (3).

## **5 Selskapets anførsler**

Selskapet fremhever at hvorvidt et revisorskifte utgjør innsideinformasjon må vurderes konkret. Det kan ikke legges til grunn at når revisor velger å trekke seg midt i en regnskapsperiode har dette betydning for aksjonærenes tillit til selskapet og dets finansielle rapportering og at dette er et forhold som generelt er egnet til å påvirke selskapets aksjekurs. Typiske grunner der et revisorskifte normalt

ikke vil innebære kurssensitiv informasjon vil være dersom revisorskifte tvinges frem grunnet akutte endringer i revisors personlige forhold, lite kapasitet eller manglende kompetanse hos revisor mv.

For å ta stilling til om revisors fratreden utgjør innsideinformasjon, herunder om fratreden er egnet til å påvirke selskapets aksjekurs, må man således vurdere situasjonen konkret basert på (i) begrunnelsen for, og/eller (ii) konsekvensene av revisors fratreden. Det er dette som er relevant for investor og avgjørende for om situasjonen er kurssensitiv.

Selskapet mener det er på det rene at da Selskapet mottok EYs nummerert brev nr. 8, fremstod konsekvensene av EY varslede fratreden som svært begrensede for Selskapet. Selskapet hadde på dette tidspunkt mottatt et tilbud fra PwC om å overta revisjonsoppdraget, hvilket sikret kontinuitet i revisors kontrollfunksjon og for øvrig forhindret risikoen for tvangsoppløsning. Det var og er fortsatt ingen forhold som tilsier at det er feil ved Selskapets tidligere regnskapsrapportering

På tidspunktet for EYs varslede fratreden, synes således konsekvensene av et revisorbytte å være begrenset til ekstrakostnader knyttet til å erstatte finansdirektør og revisor. Etter Selskapets oppfatning, er det helt åpenbart at disse konsekvensene isolert ikke er av en slik art at en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte denne opplysningen som en del av sin investeringsbeslutning.

Spørsmålet er da om EYs fratreden var begrunnet i forhold som etter sin art er av en slik karakter at en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte denne informasjonen som en del av sin investeringsbeslutning. Dette må vurderes ut ifra de konkrete opplysninger som Selskapet hadde 21. november 2018. Hvorvidt det generelt kan sies at det normalt er et signal til markedet at det kan være forhold ved selskapets regnskapsrapportering som kan være problematiske når revisor trekker seg er uten betydning. Avgjørende er den faktiske situasjonen, ikke hva som generelt antas å være mest vanlig, og vurderingstemaet er om den konkrete årsaken til fratreden er av en slik art at en investor sannsynligvis vil tillegge dette relevans ved investeringsbeslutninger. Det vil kunne være tilfelle dersom revisors fratreden er foranlediget alvorlige lovbrudd eller andre vesentlige klanderverdige forhold på revisorkundens side, herunder vesentlige feil ved regnskapsrapporteringen. Selskapet har ingen opplysninger som tilsier at fratredelsen skyldes slike feil. Selskapet har i den forbindelse vist til børsens brev av 13. mai 2016 (Norske Skog), inntatt i Vedtak og uttalelser 2016 side 139 flg.

Denne henvendelsen kom overraskende på Selskapet, og hverken Selskapets administrerende direktør eller styre hadde tidligere mottatt signaler om dette eller et nummerert brev om forholdet. Selskapet mener sistnevnte utgjør et brudd på kravet om god revisorskikk og revisorloven § 7-1 (2).

Selskapet fremhever også at de i perioden fra første varsel ble gitt 15. november 2018 og frem til Selskapet mottok nummerert brev nr. 8 den 21. november 2018, var i kontakt med to andre potensielle revisorkandidater, PwC og BDO, som begge konkluderte med at forholdene påtalt av EY ikke var til hinder for å overta revisjonsoppdraget. Begge ga muntlig uttrykk for at EY i alle tilfelle skulle ha gitt et forhåndsvarsel med rettefrist gjennom et nummerert brev før varselet om fratreden kunne gis. Selskapet hadde mottatt tilbud fra PwC om overtakelse av revisjonsoppdraget, mens BDO

hadde gitt uttrykk for at de hadde behov for mer informasjon om Selskapets kryptovalutaprojekt før endelig tilbud kunne inngis.

[REDACTED]

Av styreprotokollen fremgår det videre at styret påpekte at brevet ikke gjenspeilet begrunnelsen som var gjort muntlig, og kunne gi en annen forståelse enn det ansvarlig revisor forklarte muntlig og at revisor tok dette til etterretning.

Selskapet anfører at de opplysninger Selskapet hadde om EYs varslede fratreden den 21. november 2018 derfor var motstridende og at nummerert brev nr. 8 ga en annen begrunnelse enn EY hadde formidlet til administrerende direktør, styret, BDO og PwC.

Selskapet mener det forelå ulike begrunnelser for EYs fratreden og at Selskapet derfor måtte vurdere hvilken begrunnelse som fremsto som mest reell. Videre mener Selskapet det var åpenbart at EY ikke hadde fulgt kravet til god revisorskikk og revisorloven § 7-1 (2) ved å ikke gi Selskapet rettemulighet, og dette får selvsagt betydning for hvordan Selskapet skal vurdere EYs kommunikasjon om sin fratreden.

Selskapet er uenig i at det ikke hadde "kapasitet og kompetanse til å overvåke prosesser ledelsen er ansvarlig for", som EY angir i nummerert brev nr. 8 og Selskapet er for øvrig av den oppfatning at alle forhold som EY hadde påtalt i nummerert brev nr. 7 var korrigert før 21. november 2018.

Slik det fremstod for Selskapet den 21. november 2018, syntes den oppgitte begrunnelsen i nummerert brev 8 å ikke være reell, og at begrunnelsen for fratreden var den som var angitt av ansvarlig revisor hos EY muntlig til alle relevante parter ved flere anledninger.

[REDACTED]

vurderingen av om EYs varslede fratreden utgjorde kurssensitiv informasjon var det derfor ikke naturlig å legge vekt på at det er begrenset adgang til å fratred et revisjonsoppdrag, da Selskapet er av den oppfatning at fratreden uansett ikke hadde hjemmel i revisorloven, verken materielt eller prosessuelt.

Selskapet mener det ikke er riktig at EY ikke var istand til å utføre revisjonen av Selskapet og at EY alltid har fått den informasjonen de har forespurt, men at deler av denne har kommet noe senere enn anmodet uten at forsinkelsen kan sies å være vesentlig. Det at Selskapet rapporterte resultatet for 4. kvartal 2018 den 28. februar 2019 og forventer å avlegge årsregnskapet for 2018 innen lovens frist, viser med all tydelighet at EYs anførsler om å ikke være i stand til å gjennomføre revisjonen er oppkonstruert. Selskapet mener det henger på sin egen urimelighet at EY ikke skulle være istand til å gjennomføre revisjonen med vesentlig mindre forutgående kjennskap til Selskapet, samt tid og ressurser, enn Selskapets nye revisor Plus Revisjon AS.

Selskapet mener videre at den faktiske kursutviklingen i Selskapet innebærer at informasjonen om revisorskiftet og at EY ikke ønsket å videreføre sitt revisjonsoppdrag, ikke var en opplysning som en fornuftig investor sannsynligvis ville benyttet i sin investeringsbeslutning. Selskapet mener kursfallet den 23. november 2018 skyldes en kombinasjon av artikkel in DN om Selskapets styreleder og

spekulasjoner i at finansdirektøren hadde funnet feil i regnskapene som følge artikkelen i E24 den 23. november 2018. Kursfallet den 26. november 2018 mener Selskapet skyldtes meldingen om at PwC hadde trukket seg og at Selskapet da sto i fare for å bli tvangsoppløst, samt etterdønninger av nyhetsartikkelen om Selskapets styreleder. Utover dette mener Selskapet at aksjen har handlet helt ordinært på en nedadgående trend uten å synes å være påvirket av de meldinger som gjelder revisorbytte, EYs fratreden og PwCs tilbaketrekning av sitt tilbud. Selskapet mener det er helt på det rene at markedet ikke har tillagt dette vekt.

Selskapet mener det på tidspunktet hvor børsen mener det forelå innsideinformasjon fremstod EYs fratreden for å ha begrenset betydning for Selskapet, de underliggende årsaker til fratreden var ikke av en slik art at det hadde betydning for investorenes tillit til Selskapet eller for øvrig av kurssensitiv karakter, og etterfølgende kursutvikling viser med all tydelighet at markedet ikke har vært opptatt av børsmeldingene rundt revisorbyttet.

Selskapet mener videre at børsmeldingen om revisorbyttet den 22. november 2018 var tilstrekkelig klar. Sett hen til alle negative presseoppslag om Selskapet og at det har formodningen mot seg at et Selskapet vil ønske å skifte revisor utenom ved ordinær generalforsamling og kun kort tid før offentliggjøring av Q3-rapporten, mener Selskapet at en fornuftig investor vil forstå at det hadde vært et problematisk samarbeid med EY og konsekvensen av dette var at revisor måtte byttes ut på et ekstraordinært tidspunkt og Selskapet måtte styrke sine rutiner og den generelle rapportering. I dette ligger det et klart signal om det er forhold hos Selskapet som har forårsaket samarbeidsproblemene og som igjen fører til revisors ekstraordinære avgang.

Selskapet peker på at da meldingen om revisorbyttet ble sendt ut 22. november 2018 forårsaket det nær ingen medieoppslag. Bakgrunnen er mest sannsynlig at bruddet med EY var balansert ut med nyheten at PwC var anbefalt som revisor, noe som gjør at kursen ikke gjør noen unormale utslag. Hverken Dagens Næringsliv, Finansavisen, e24.no, dn.no, eller hegnar.no laget bearbejdede redaksjonelle saker av revisorbyttet.

Selskapet anfører at dersom Selskapet i overskriften på børsmeldingen hadde skrevet EY trekker seg som revisor

En fornuftig investor ville ikke reagert på selve børsmeldingen, da PwC er innstilt som ny revisor, men investoren kunne ha reagert på den betydelige negative medieomtalen som hadde fulgt meldingen. Dette selv om børsmeldingen i seg selv ikke inneholdt innsideinformasjon.

Selskapet er selvfølgelig enig i at all informasjon det gir til markedet skal være korrekt, uavhengig av om den utgjør innsideinformasjon. Meldingen av 22. november 2018 inneholder etter Selskapets vurdering ikke ukorrekt informasjon, og ga etter Selskapets oppfatning den jevne leser tilstrekkelig informasjon til å forstå den faktiske situasjonen som Selskapet sto overfor. Selskapet kan ikke se at det har forsøkt å fremstille situasjonen som noe annet enn det den var.

Selskapet har over en lenger periode opplevd mye negativ medieomtale. Dette skader virksomheten og der er derfor vesentlig for Selskapet å unngå kommunikasjon som leder til negativ mediedekning utover informasjon som er informasjonspliktig.

Dersom børsen skulle legge til grunn at det forelå innsideinformasjon på tidspunktet for da Selskapet mottok nummerert brev nr. 8, vil Selskapet påpeke at det i beste fall er særdeles tvilsomt om det forelå innsideinformasjon. Til dette må det påpekes at det samlede styret og dets rådgivere mente at opplysningen om EYs fratreden ikke utgjorde innsideinformasjon.

Videre var Selskapet i en presset og uklar situasjon der man mottok motstridende begrunnelser for EYs fratreden og opplevde negativ mediedekning som til tider får stor, men urettmessig betydning, for prisingen av Selskapets aksjer. Selskapet ga for øvrig korrigerende melding av eget initiativ og har i stor utstrekning involvert børsen når det er i tvil om det foreligger innsideinformasjon. Selskapet har stort fokus på å etterleve regelverket for selskaper notert på Oslo Børs og i denne sammenheng vises det til alle gangene de siste årene hvor Selskapet har klassifisert informasjon som innsideinformasjon og ringt børsen underhånden om dette.

Selskapet mener ovenstående forhold må tas med i formildende retning ved vurderingen av et eventuelt overtredelsesgebyr.

## **6 Børsens vurdering**

### **6.1 Innledning**

Spørsmålet i saken er om informasjon om at EY trakk seg som Selskapets revisor som følge av det de mente var vesentlige mangler ved Selskapets regnskapsfunksjon utgjorde innsideinformasjon som definert i vphl. § 3-2 og om dette i så fall er meldt rettidig i henhold til vphl. § 5-2 (1).

Børsen ønsker innledningsvis å gi et sammendrag av det rettslige rammeverket for valg av revisor og revisors adgang til å fratred. Det er selskapets generalforsamling som velger revisor etter forslag fra styret der selskapet ikke har bedriftsforsamling, jf. allmennaksjeloven § 7-1.

Revisors adgang til å fratred oppdraget er regulert i revisorlovens § 7-1. Revisor har på nærmere vilkår en plikt til å si fra seg oppdraget dersom det avdekkes vesentlige lovbrudd, jf. bestemmelsens første ledd. Dersom slike forhold ikke foreligger, har revisor kun rett til å ensidig si fra seg oppdraget dersom revisor ikke gis mulighet til å oppfylle sine plikter etter revisorloven eller det foreligger andre særlige grunner, jf. bestemmelsens annet ledd. I henhold til revisorloven § 7-1 (3) skal revisor gi selskapet rimelig forhåndsvarsel før den sier fra seg oppdraget. Revisor må meldte sin fratreden til Foretaksregisteret og revisor for noterte selskaper må også sende sin begrunnelse for fratreden til Finanstilsynet, jf. § 7-1 (4).

Når det gjelder vurderingen av om det forelå innsideinformasjon for Selskapet knyttet til EYs fratredelse som Selskapets revisor, må dette vurderes i lys av revisors lovpålagte rolle som kontrollfunksjon, den begrensede adgangen revisor har til å fratred, sett i sammenheng med de konkrete omstendighetene i saken.

### **6.2 Enkelte bemerkninger til faktum**

Selskapet hevder at det forelå motstrid mellom den begrunnelsen som fremkommer av nummerert brev nr. 8 og den begrunnelsen EY muntlig hadde formidlet til administrerende direktør, styret, PwC og BDO i forkant av dette brevet. Selskapet mener begrunnelsen for EYs fratredelse som fremgår av nummerert brev nr. 8 ikke var reell, [REDACTED]

[REDACTED] Selskapet har derfor lagt til grunn sistnevnte faktum når de har vurdert informasjonsplikten.

Innledningsvis vil børsen fremheve at det er noe utfordrende å ta stilling til anførslene i saken som gjelder uenighetene mellom Selskapet og EY, ettersom børsen ikke har anledning til å innhente EYs syn på saken. Flere av Selskapets anførsler er bygget på muntlig korrespondanse og hvordan Selskapet har oppfattet ulike situasjoner og formidlinger fra EY. Børsen legger derfor til grunn at partene har en noe ulik oppfatning av hva som har blitt kommunisert sammenliknet med hvordan

dette har blitt forstått. Børsen må derfor gjøre en vurdering basert på informasjon og dokumentasjon fra Selskapet, hvor dette må tas i betraktning.

Børsen mener at det faktum at begrunnelsen som var inntatt i nummerert brev nr. 8 var reell for det første underbygges av at denne var inntatt i et formelt nummerert brev i henhold til revisorloven § 5-4. Her oppstilles det krav til hvem i Selskapet revisor skal sende brevet til og det må oppbevares av revisor i 10 år. Det følger av revisorloven § 5-2 fjerde ledd nr. 6, jf. § 5-4 at begrunnelse for å si fra seg et revisjonsoppdrag etter § 7-1 skal inntas i nummerert brev og denne må også oversendes Finanstilsynet, jf. § 7-1 (4). Dette utgjør således revisors formelle begrunnelse for fratreden som Selskapet må forholde seg til ved vurderingen av informasjonsplikten på tidspunktet hvor dette ble mottatt.

Når det gjelder Selskapets anførsel om at begrunnelsen som var inntatt i nummerert brev nr. 8 var motstridende med det som muntlig hadde blitt formidlet til administrerende direktør, styret, PwC og BDO, finner børsen videre grunn til å bemerke at det i e-postkorrespondansen mellom Selskapet og PwC av 21. november 2018<sup>62</sup> fremgår at administrerende direktør kort tid etter mottak av nummerert brev nr. 8 videresender dette til PwC og spør om brevet er noe moderert i forhold til hva ansvarlig revisor hos EY leste for PwC. PwC svarer kort tid etter at de tror det er det samme brevet som ble lest opp for dem dagen før. Børsen viser deretter til e-post korrespondansen mellom Selskapet og PwC dagen før<sup>63</sup>, i etterkant av at PwC har hatt kontakt med EY, hvor PwC skriver til Selskapet at de har snakket med ansvarlig revisor i EY uten at nye forhold eller begrunnelser dukket opp. Børsen legger derfor til grunn at PwC var kjent med innholdet i nummerert brev nr. 8 i dagen før dette ble oversendt Selskapet og at PwC ikke oppfattet EYs begrunnelse for fratreden å være motstridende med det Selskapet hadde presentert for PwC. Dette underbygger etter børsens vurdering at begrunnelsen i nummerert brev nr. 8 var reell.

Selskapet har anført at en e-post fra BDO<sup>64</sup> bekrefter at EYs redegjørelse i det store og hele tilsvarte det Selskapet hadde fortalt dem, [redacted] Børsen finner å legge begrenset vekt på denne e-posten. E-posten inneholder ikke [redacted], men nevner avslutningsvis at det ikke fremkom noe i samtalen mellom EY og BDO som tilsa at de ikke ønsket å tilby revisjonstjenester – forutsatt at Selskapets økonomifunksjon ble styrket. Innholdet i telefonsamtalen mellom BDO og EY er ikke klarlagt, herunder om BDO var kjent med innholdet i nummerert brev nr. 8 (slik PwC var). Det fremgår også av e-posten at BDO måtte se nærmere på white paper som gjaldt Selskapets tokenprosjekt før de kunne inngi endelig tilbud, og BDO endte aldri opp med å inngi et slikt endelig tilbud om å påta seg oppdraget som Selskapets revisor.

Selskapet viser videre til et avsnitt i protokollen fra styremøtet den 21. november 2018 [redacted]  
[redacted] Styret påpekte da overfor ansvarlig revisor at brevet ikke gjenspeilet begrunnelsen som ble gjort muntlig, og dermed kunne gi en helt annen forståelse enn det ansvarlig revisor hadde forklart muntlig. Ansvarlig revisor tok i henhold til protokollen dette til etterretning.

Til dette ønsker børsen innledningsvis å fremheve at styreprotokollens beskrivelse av EYs uttalelser må leses i lys av at styreprotokollen er utformet av Selskapet og at ansvarlig revisor som deltok på møtet ikke har gjennomgått denne. Det foreligger derfor en mulighet for at ansvarlig revisor har et annet syn på om protokolleringen av hans uttalelser i styremøtet er riktig eller fullstendig referert.

---

<sup>62</sup> Vedlegg 7

<sup>63</sup> Vedlegg 5

<sup>64</sup> Vedlegg 3

Under enhver omstendighet finner børsen at nevnte avsnitt i styreprotokollen, sett i sammenheng med øvrige deler av protokollen, ikke kan leses slik at ansvarlig revisor i EY går bort fra begrunnelsen i nummerert brev nr. 8 eller erkjenner at denne ikke medfører riktighet. Tvert om fremgår det av protokollen at revisor har forklart at de utfordringer revisor har hatt med Selskapets regnskapsfunksjon og finansdirektør, er forsøkt sammenfattet i nummerert brev nr. 8, men at brevet er skrevet mer generisk ettersom EY ikke ønsket å fokusere på person.

I henhold til styreprotokollen kommenterte styret overfor ansvarlig revisor at det nummererte brevet ikke gjenspeilte begrunnelsen som ble gjort muntlig og at problemene ikke hadde vært godt nok kommunisert i forkant av oversendelsen av nummerert brev nr. 8. Når det gjelder ansvarlig revisors svar er det kort protokollert til begge anførslene at revisor har tatt dette til etterretning. Børsen leser i motsetning til Selskapet ikke dette som at revisor er enig med Selskapet i dette eller ikke står inne for innholdet i nummerert brev nr. 8.

Selskapet mener Oslo Børs anfører at protokollen gir en uriktig fremstilling av det som ble diskutert på styremøte. Børsen vil her presisere at dette ikke er tilfelle. Det børsen mener er at uttalelsen fra revisor som Selskapet legger vekt på, ikke kan leses isolert ut fra øvrige deler av styreprotokollen. Som børsen redegjør nærmere for ovenfor, fremkommer det av andre deler av styreprotokollen at revisor uttalte at de utfordringer revisor hadde hatt med Selskapets regnskapsfunksjon og finansdirektør, var forsøkt sammenfattet i nummerert brev nr. 8, men at brevet var skrevet mer generisk ettersom EY ikke ønsket å fokusere på person.

Børsen kan derfor ikke se hvordan det konkrete spørsmålet til revisor vedrørende finansdirektørens arbeid kan leses isolert slik at innholdet i nummerert brev nr. 8 ikke medfører riktighet og at Selskapet dermed kunne se bort fra innholdet i dette. Dette underbygges videre av at det nummererte brevet var et formelt brev i henhold til revisorloven. [REDACTED]

[REDACTED] Børsen kan derfor ikke se at det foreligger noen motstrid mellom det revisor har uttalt seg om finansdirektørens arbeid og den begrunnelse som følger av nummerert brev nr. 8. Flere av disse forholdene knytter seg nettopp til manglende informasjon, dokumentasjon og oppfølging mot revisor og er etter børsens mening derfor ikke motstridende med den forklaringen Selskapet hadde fått muntlig i forkant.

[REDACTED]

Selskapet erkjenner også at ansvarlig revisor ikke bekreftet at begrunnelsen i nummerert brev nr. 8 ikke var reell, men anfører at han ikke kunne gjøre dette ettersom dette ville være ytterst uprofesjonelt samt muligens ansvarsbetingende.

Selskapet har anført at dersom Selskapet feilvurderte den faktiske situasjonen for EYs fratreden, skyldes dette først og fremst EYs manglende evne til å kommunisere adekvat med Selskapet. Børsen er ikke enig i dette. Innholdet av nummerert brev nr. 8 var tydelig og ikke egnet til å misforstå, selv om detaljene i dette skulle komme overraskende på Selskapet. Selv om Selskapet skulle mene at dette burde vært tydeligere kommunisert i forkant var innholdet i brevet tydelig og kjent for styret og administrerende direktør den 21. november 2018.

At begrunnelsen i nummerert brev nr. 8 var reell støttes også av at EY i ettertid heller ikke har fulgt Selskapets anmodning om å trekke tilbake nummerert brev nr. 8 og komme med et nytt brev som inneholder det Selskapet mener er den reelle begrunnelsen for fratredelsen. Dette til tross for at Selskapet opplyste til EY at de ville oversende brevet til Finanstilsynet om dette ikke ble gjort. Revisor må som følge av at Selskapet er notert på Oslo Børs også sende begrunnelsen for fratreden til Finanstilsynet som tilsynsorgan i henhold til revisorloven § 7-1 (4). EY må dermed kunne redegjøre for denne på eventuell forespørsel eller tilsyn fra Finanstilsynet.

At revisorskiftet skyldtes det Selskapet mener er et mindre alvorlig forhold, har også formodningen mot seg når revisor faktisk besluttet å fratruke seg Selskapets revisor. Det er uvanlig at en revisor for et selskap med aksjer notert på Oslo Børs beslutter å fratruke seg midt i en regnskapsperiode, og terskelen for dette er dermed presumptivt høy ettersom konsekvensene for revisor også er negative ved at de mister en kunde og tilhørende inntekter. Selskapet har anført at de er uenige i dette, ettersom Selskapet var en svært liten kunde for EY og inntektstapet derfor var begrenset. Videre mener Selskapet at PwCs tilbakekallelse av tilbudet om revisjon viser at det kan være helt andre grunner for hvorfor et revisjonselskap ønsker å si fra seg oppdraget enn kritikkverdige forhold knyttet til regnskapene eller regnskapsføringen hos Selskapet. Børsen vil til dette kort kommentere at forholdene PwC trakk seg på grunnlag av, ikke var kjent på tidspunktet hvor EY først muntlig varslet at de vurderte å fratruke seg og heller ikke på tidspunktet hvor de formelt meldte sin fratreden den 21. november 2018.

Børsen mener at de overnevnte forholdene underbygger at revisors begrunnelse for fratreden i nummerert brev nr. 8 var reell.

Børsen mener videre at dette også underbygges av selve innholdet i nummerert brev nr. 8. Selskapet har også erkjent enkelte av forholdene som adresseres i brevet. Dette fremgår av Selskapets brev til EY av 13. desember 2018<sup>65</sup>, og gjelder blant annet at regnskapene til Selskapets datterselskaper ble sendt inn til Brønnøysund langt etter lovens tidsfrist. Videre erkjenner Selskapet at EY ikke har mottatt etterspurt dokumentasjon innenfor de frister som er avtalt mellom partene, men hevder at all etterspurt dokumentasjon tilslutt har blitt levert.

Når det gjelder EYs anmerkning om at utstedelse av tokens er kompleks og at EY ikke har fått tilstrekkelig informasjon om denne kort tid før planlagt lansering, fremkommer det av nevnte brev at Selskapet kort tid etter har utsatt den nært forestående utstedelsen av token nettopp for å klarlegge regulatorisk rammeverk og regnskapsføring nærmere. Dette ble meldt til markedet 30. november 2018<sup>66</sup>. Dette støtter etter børsens vurdering at anmerkningen av at manglende informasjon om Selskapets tokenprosjekt til revisor i nummerert brev nr. 8 var reell.



---

<sup>65</sup> Vedlegg 15

<sup>66</sup> <https://newsweb.oslobors.no/message/464796>



Børsen vil til dette bemerke at denne tidslinjen står i kontrast til det Selskapet hadde meddelt markedet. Oslo Børs viser i den forbindelse til Selskapets presentasjon i børsmelding av 2. oktober 2018<sup>67</sup>, hvor det på side 23 av presentasjonen fremgår følgende:

The image shows a presentation slide with a light blue background. At the top right is the 'element' logo. The main title is 'Front Runner in Asset-Linked Digital Tokens'. Below the title, there are two sections: 'Short term strategy' and 'Long term ambition'. The 'Short term strategy' section lists two bullet points: 'Issue first tranche of ELE token in 2018' and 'Issue first tranche of IRON token in 2018'. The 'Long term ambition' section lists one bullet point: 'Develop a global platform for asset-linked digital tokens in the commodity space'. To the right of the text is a logo for 'IRON' featuring a stylized 'Fe' symbol. At the bottom right, there is a box containing the text: 'IRON Token', 'Introducing the world's first asset linked SmartCommodity™', and 'Whitepaper v1.0'.

I denne presentasjonen er det dermed opplyst at selve utstedelsen på dette tidspunktet var planlagt å skulle utføres i 2018. Tidsplanen Selskapet viser til i sine kommentarer til andre forhåndsvarsel utgjorde således en endring av den tidsplanen som var kommunisert til markedet og presumptivt det revisor har fått opplyst av Selskapet eller fått vite gjennom markedet. Børsen finner derfor grunn til å påpeke at Selskapets anførsel om at revisor uriktig la til grunn at utstedelsen skulle skje i november 2018, er noe mer nyansert når dette er en tidsplan som Selskapet kort tid før revisors fratreden har arbeidet mot og opplysningene om at utstedelsen først skulle skje i 2019 dermed innebærer en endring av denne.

Børsen kan dermed ikke forstå hvordan Selskapet på den ene side sier at utstedelsen av token ikke skulle skje før i 2019 og at dette ble opplyst revisor i styremøtet, og på den annen side sier at dersom Selskapet var klar over at kryptovalutaprojektet sto i fare eller bli vesentlig forsinket ville ha børsmeldt dette. Børsen finner ikke grunn til å gå inn på om dette utgjorde innsideinformasjon, men kan ikke se noe annet enn at den endrede tidsplanen utgjorde en vesentlig forsinkelse i forhold til det som var meddelt markedet på tidspunktet hvor revisor meldte sin fratreden.

Selskapet er uenig med EY om at de har vesentlige mangler i sine rutiner og prosesser og videre uenig i EYs vurdering av at Selskapet ikke har tilstrekkelig kapasitet og kompetanse til å overvåke de prosesser ledelsen er ansvarlig for.

At Selskapet faktisk har hatt mangler i sine rutiner og prosesser, støttes etter børsens mening av hendelsesforløpet og øvrig dokumentasjon som er fremlagt i saken. Nummerert brev nr. 7 omtaler flere forhold som underbygger dette, blant annet enkelte lovbrudd som Selskapet også erkjenner i sitt brev til EY av 13. desember 2018. Børsen vurderer ikke disse lovbruddene som alvorlige i den forstand at revisor i så tilfelle kunne hatt en plikt til å fratred i henhold til revisorloven § 7-1 første ledd. Børsen vurderer derimot like fullt at disse tilsier at Selskapet har hatt mangler i sine rutiner og

<sup>67</sup> <https://newsweb.oslobors.no/message/460562>

prosesser. Flere steder understrekes viktigheten av at revisor mottar informasjon og dokumentasjon tidsriktig og det bemerkes at Selskapet må besørge gode rutiner på bokføring og vurderinger av ulike regnskapsspørsmål. Avslutningsvis i brevet understreker EY viktigheten av at revisor blir holdt løpende og tidsriktig orientert om forhold som kan være relevant for revisjonen, herunder inngåelse av avtaler, transaksjoner med nærstående, endringer i virksomheten eller kommunikasjon med tilsyn og myndigheter.

I styremøte den 29. april 2018 adresserte ansvarlig revisor utfordringer med prosessen for arbeidet med årsregnskapene som også underbygger at Selskapet har svikt i interne rutiner og prosesser på området. Videre ble to EY managere byttet ut gjennom vår/sommeren 2018. Revisor viser i nummerert brev nr. 8 til løpende dialog med ledelsen om dette. Selskapet har erkjent at det har vært løpende dialog om dette, men synes å tillegge dette liten vekt ettersom dette ifølge Selskapet kun har vært med finansdirektøren.

Børsen mener de overnevnte hendelser tilsier at Selskapet faktisk har hatt vesentlige mangler i sine rutiner og prosesser i en periode frem til revisor meldte sin fratreden og at dette underbygger at revisors begrunnelse var høyst reell. Selskapet har videre erkjent at de ikke har levert etterspurt dokumentasjon innen avtalte frister og ikke var i stand til å starte interimrevisjonen i henhold til avtalt tidsplan, men synes å vurdere dette som et mindre alvorlig forhold enn revisor. Selskapet fremhever også at alle forhold som ble påpekt i nummerert brev nr. 7 hadde blitt rettet på tidspunktet hvor Selskapet mottok nummerert brev nr. 8, [REDACTED]

Børsen vil i den forbindelse fremheve at selv om nummerert brev nr. 8 adresserer nye forhold, er disse av samme karakter som flere av forholdene adressert i nummerert brev nr. 7. Børsen vil videre bemerke at kun det faktum at man har rettet enkeltforhold som tidligere påpekt av revisor, normalt ikke innebærer at et selskap kan legge til grunn at det ikke foreligger mangler i interne rutiner og prosesser knyttet til regnskapsrapporteringen som dermed trenger ytterligere oppfølging og konkrete tiltak.

Dette underbygges av at nummerert brev nr. 8 adresserer nye forhold, herunder et nytt lovbrudd hvor Selskapet har levert regnskapene til Selskapets datterselskaper langt etter lovens tidsfrist. I Selskapets brev til EY av 13. desember 2018 erkjenner Selskapet dette forholdet og angir at de vil gjennomgå sine rutiner for å hindre at liknende fristoversittelser skjer igjen. Børsen kan dermed ikke se at det er grunnlag for Selskapets påstand om at EYs anmerkning om at Selskapet ikke hadde rettet opp tidligere påtalte forhold i tilstrekkelig grad er positivt uriktig. Her finner børsen i tillegg grunn til å påpeke at EY i nummerert brev nr. 7 har bemerket viktigheten av å bli holdt løpende og tidsriktig orientert om forhold som kan være relevant for revisjonen. Nummerert brev nr. 8 inneholder flere punkter som underbygger at dette ikke ble gjort og Selskapet har erkjent at oppfølgingen mot revisor ikke har vært god nok.

At Selskapet faktisk hadde vesentlige mangler i sine rutiner og prosesser, på tidspunktet hvor Selskapet mottok nummerert brev nr. 8, underbygges også av at Selskapet i børsmeldingen av 22. november 2018 med innkalling til generalforsamling angir at de vil styrke sine rutiner og generelle rapportering, selv om dette i meldingen er satt i årsakssammenheng med at Selskapet «går inn i viktige faser og økt kompleksitet i krevende utviklingsprosjekter i flere land», og ikke som et resultat av påpekning av dette fra revisor. Betydningen av dette vil børsen komme tilbake til.

EY mener i henhold til nummerert brev nr. 8 at Selskapet ikke har tilstrekkelig kapasitet og kompetanse til å overvåke de prosesser ledelsen er ansvarlig for. Selskapet er uenig i dette, og viser til at Selskapet er forsvarlig organisert, herunder gjennom bruk av konsulenter og faste rådgivere, se

Selskapets brev til EY av 23. november 2018<sup>68</sup>. Selskapet har likevel erkjent at de i ettertid har styrket sin organisasjon, herunder at de har styrket kapasiteten på regnskap noe gjennom en avtale med BDO.

Børsen bemerker at Selskapet på tidspunktet hvor EY meldte sin fratreden kun hadde to ansatte, administrerende direktør og finansdirektøren, samt en nylig ansatt Chief Operating Officer som ble ansatt i september 2018. Det var kun finansdirektøren som arbeidet mot revisor. Selskapet har erkjent at det forelå manglende og forsinket oppfølging fra finansdirektøren og at dette har medført unødvendige tidkrevende prosesser for EY. [REDACTED]

Selskapet har videre erkjent at de har benyttet eksterne konsulenter i stor grad når det gjelder Selskapets token-prosjekt. Som nevnt hadde Selskapet på tidspunktet for nummerert brev nr. 8 kommunisert eksternt at de planla utstedelse av første transje av såkalte «ELE-token» og «Iron-token» i 2018.

Revisor fremhever i nummerert brev nr. 8 at innhenting av kapital gjennom token en kompleks transaksjon og ikke tidligere har blitt gjennomført for børsnoterte selskaper. Revisor påpeker at de på tidspunktet for nummerert brev nr. 8 ikke er kjent med rettigheter og plikter konsernet pådrar seg ved den planlagte utstedelsen, noe som underbygger anmerkningen om at ledelsen ikke hadde tilstrekkelig kapasitet og kompetanse til å overvåke de prosesser ledelsen var ansvarlig for. Selskapet offentliggjorde kort tid etter å utsette den planlagte lanseringen av tokens som følge av at de ville kartlegge de regulatoriske kravene til slike Initial Token Offerings og manglende klarhet under IFRS<sup>69</sup>, se børsmelding av 30. november 2018. Dette underbygger ytterligere at revisors anmerkninger på dette punktet var reelle.

Børsen mener de overnevnte forholdene støtter revisors vurdering av at Selskapet ikke hadde tilstrekkelig kapasitet og kompetanse til å overvåke de prosesser ledelsen er ansvarlig for på tidspunktet for når EY meldte sin fratreden.

Dette støttes også av Selskapets børsmelding av 22. november 2018, hvor det blant annet uttales: *«Selskapet går inn i viktige faser og økt kompleksitet i krevende utviklingsprosjekter i flere land, noe som gjør at Selskapet vil styrke rutiner og den generelle rapportering. Selskapet har innledet en prosess for å styrke finans- og regnskapsfunksjonen til Selskapet og ser frem til å jobbe med PWC som revisjonspartner i dette arbeidet.»*

Selskapet har i sine kommentarer til det første forhåndsvarselet argumentert med at de ikke er uenig i at investeringene øker kompleksiteten, [REDACTED]

[REDACTED] Børsen vil i den forbindelse påpeke at denne tilnærmingen er vanskelig forenelig med at Selskapet i børsmeldingen kommuniserer at de vil styrke sine rutiner og generelle rapportering og har innledet en prosess for å styrke sin finans- og regnskapsfunksjon. Når Selskapet faktisk har utsatt lansering av en transaksjon EY har påpekt kompleksiteten ved og tatt grep for å øke kapasiteten på regnskap, mener børsen dette underbygger at EYs anmerkninger om dette var reelle.

---

<sup>68</sup> Vedlegg 12

<sup>69</sup> <https://newsweb.oslobors.no/message/464796>

Selskapet bestrider at EY hadde rett til å trekke seg som Selskapets revisor og mener det ikke er riktig at EY ikke var istand til å utføre revisjonen av Selskapet slik EY legger til grunn i nummerert brev nr. 8.

Børsen vil bemerke at revisorloven § 7-1 (2) ikke kun er en vurdering av faktiske forhold, dvs. om hva som faktisk er mulig å gjennomføre. Bestemmelsen angir at revisor kan trekke seg dersom den ikke gis mulighet til å oppfylle sine plikter etter revisorlovens bestemmelser. Revisor må dermed vurdere om de mener det er mulig å utføre en forsvarlig revisjon av Selskapet sett hen til de krav som stilles til revisors arbeid og grunnlaget for revisjonen i henhold til revisorlovens krav til dette.

Det vises i den forbindelse til Henning Alme Siebke: «Når revisor skal og bør trekke seg» av Henning Alme Siebke, Revisjon og Regnskap nr. 8 2009<sup>70</sup>:

*«Hvis det ikke foreligger plikt til å fratse, kan revisor for det første si fra seg oppdraget dersom revisor ikke gis anledning til å gjennomføre en revisjon i henhold til revisorlovens krav. Etter revisorloven § 5–2 tredje ledd er foretaket pålagt en medvirkningsplikt gjennom at det skal gi revisor ubegrenset tilgang til informasjon. Medvirkningsplikten er helt grunnleggende for at revisor skal kunne gjøre jobben sin, og det er utelukkende revisor selv som avgjør art og omfang av de undersøkelser revisor mener er nødvendige samt hva som er tilstrekkelig og relevant informasjon. Anser revisor at foretaket ikke oppfyller denne medvirkningsplikten, eller gjør det vanskelig for revisor å gjennomføre revisjonen, bør revisor ensidig kunne avslutte oppdraget fordi revisor ikke kan være sikker på om det foreligger tilstrekkelig grunnlag til å uttale seg gjennom revisjonsberetningen slik loven forutsetter.»*

*Omstendighetene som gjør at revisor ikke kan oppfylle sine plikter etter revisorloven, vil naturlig nok variere i art, omfang og vesentlighet. Hvis revisor som følge av manglende medvirkning fra foretaket ikke får gjennomført en eller flere revisjonshandlinger, må det vurderes om alternative handlinger kan gi den nødvendige sikkerheten. Utgangspunktet er at det skal gjennomføres en revisjon etter gjeldende krav og avgis en uttalelse fra revisor som regnskapsbrukerne skal kunne bygge på. Revisor må derfor alltid vurdere hva som tjener disse interessene best: om det skal gjennomføres alternative revisjonshandlinger og avgis en beretning som gir uttrykk for usikkerheten, om den mangelfulle revisjonen skal sluttføres med en beretning med forbehold, negativ konklusjon eller at revisor ikke kan uttale seg, eller om revisor skal trekke seg fra oppdraget.»*

Det er således revisor som må vurdere hva som er nødvendig for at de skal være istand til å utføre revisjon av Selskapet i tråd med lovens krav. Det fremgår videre at revisor likevel ikke skal kunne trekke seg basert på rene bekvemmelighetsgrunner og at det må foreligge kvalifiserte grunner for at revisor skal kunne fratse i henhold til revisorloven § 7-1 (2).

Det er dermed tale om en skjønnsmessig vurdering av om revisor anså det som mulig å foreta en revisjon i tråd med revisorlovens krav, hvor kun det faktum at Selskapet synes å være uenig i revisors vurderinger ikke er tilstrekkelig for å konstatere at revisor ikke har rett til å fratse i henhold til revisorlovens krav. Dette gjelder særlig i en situasjon som den foreliggende, hvor revisor ved tidligere anledninger har påpekt mangler ved Selskapets arbeid mot revisor og hvor Selskapet har erkjent flere av disse forholdene, men er uenig i alvorlighetsgraden. Selskapet har erkjent at de ikke har vært istand til å levere skriftlige vurderinger som revisor har hatt behov for som grunnlag for revisjonen og at de heller ikke var istand til å følge den avtalte planen for interimrevisjonen. Selskapet har også angitt at gjentatte fristoversittelser har ført til unødvendige tidkrevende prosesser for EY.

<sup>70</sup> <https://www.revregn.no/asset/pdf/2009/8-30-4.pdf>

Selskapet hevder imidlertid overfor børsen at all etterspurt dokumentasjon til slutt har blitt levert. Børsen vil i den forbindelse bemerke at gjentatte fristoversittelser også kan være av betydning for revisors vurdering av om de vil være istand til å utføre revisjon av Selskapet i tråd med revisorlovens krav, ettersom revisor også må kunne planlegge sine ressurser og ha det de mener er tilstrekkelig tid på å vurdere grunnlaget for revisjonsarbeidet. I foreliggende sak må det tas i betraktning at EY ved forrige års revisjon hadde erfart vanskeligheter med arbeidet knyttet til revisjonen og at det som følge av dette hadde vært vanskelig å komme i mål med regnskapet i tide. EY hadde også tatt grep på sin side ved å bytte ut manager ved to anledninger. EY hadde lagt en omforent plan om interimrevisjonen sammen med Selskapet, noe som tilsier at de faktisk har arbeidet mot å fullføre revisjonen av Selskapet. Nevnte omstendigheter tilsier at EY har forsøkt å løse situasjonen på annen måte enn ved å fratruke revisjonsoppdraget, men at situasjonen tilslutt har tilspisset seg slik at EY har vurdert at de ikke er istand til å fullføre revisjonen på en tilfredsstillende måte i henhold til revisorlovens krav. Dette underbygges av at EY i henhold til styreprotokollen av 21. november 2018<sup>71</sup> opplyste at de hadde konkludert med at de ikke kunne levere et forsvarlig produkt gitt forsinkelser og manglende dokumentasjon fra Selskapet.

Basert på det overnevnte mener børsen Selskapet ikke kan høres med at EYs anførsel på dette punktet er oppkonstruert.

Selskapet har fremhevet at Selskapets nåværende revisor antar å ferdigstille revisjonen av årsregnskapet for 2018 innen lovens frist<sup>72</sup> og at dette tilsier at det ikke var tilfelle at EY ikke ble gitt mulighet til å oppfylle sine plikter etter revisorloven. Børsen er ikke enig i dette. At en annen revisor på et senere tidspunkt og under andre omstendigheter er istand til å utføre revisjon av Selskapet betyr ikke at EY på tidspunktet for fratreden under de omstendigheter som da forelå skulle vurdert at de var istand til dette. Her finner også børsen grunn til å bemerke at Selskapet har hatt store utfordringer med å skaffe seg ny revisor og at det er flere revisjonsselskaper som ikke har villet påta seg oppdraget.

Ved gjennomlesning av Selskapets brev til EY av 13. desember 2018, fremstår det for børsen som at Selskapet i større grad har villet innrette seg og gjøre tiltak for å rette de forhold påpekt av EY i nummerert brev nr. 8 på dette tidspunktet, enn ved oversendelsen av brevet til EY datert 23. november 2018.

Selskapet opprettholder i brevet av 13. desember 2018 derimot sin vurdering av at EY vurdering ikke hadde rett til å trekke seg. At Selskapet var uenig i grunnlaget for revisors fratreden betyr etter børsens vurdering derimot ikke at Selskapet kunne se bort fra nummerert brev nr. 8 ved vurderingen av informasjonsplikten og vil komme nærmere inn på dette under den rettslige vurderingen under punkt 0 nedenfor.

Basert på det overnevnte, mener børsen at det foreligger kvalifisert sannsynlighetsovervekt for at innholdet i nummerert brev nr. 8 var reelt og at dette dermed må inngå i vurderingen av Selskapets informasjonsplikt i foreliggende sak.

### **6.3 Rettslig vurdering**

#### *Innledning*

Spørsmålet i saken blir dermed om det faktum at EY meddelte Selskapet at de ville fratruke som Selskapets revisor som følge av det de mente var vesentlige mangler ved Selskapets finans- og

---

<sup>71</sup> Vedlegg 8

<sup>72</sup> Selskapet avla årsregnskapet for 2019 den 29. april 2019, dvs. innen fristen 30. april 2019

regnskapsfunksjon som angitt i nummerert brev nr. 8 utgjorde innsideinformasjon i henhold til vphl. § 3-2 og om dette dermed er offentliggjort rettidig etter vphl. § 5-2 (1).

#### *Presise opplysninger*

Oslo Børs mener at informasjon om at EY hadde meddelt Selskapet at de ville fratre som Selskapets revisor som følge av vesentlige mangler ved Selskapets finans- og regnskapsfunksjon utgjorde en konkret begivenhet som var tilstrekkelig spesifikk for å trekke en slutning om den mulige kurspåvirkningen av dette forholdet. Som et utgangspunkt mener børsen dette utgjorde presise opplysninger da Selskapet mottok nummerert brev nr. 8 kl. 17.06 den 21. november 2018. Som tidligere nevnt mener børsen innholdet av nummerert brev nr. 8 er klart og ikke egnet til å misforstå.

Børsen utelukker derimot ikke at Selskapet fant det nødvendig å gjennomgå begrunnelsen med revisor som følge av den muntlige kommunikasjonen mellom partene i forkant. Børsen mener som nærmere begrunnet under punkt 0 at revisors uttalelser i styremøtet ikke kunne tas til inntekt for at begrunnelsen som fremgikk av nummerert brev nr. 8 ikke var reell eller at revisor ville trekke tilbake brevet og komme med et nytt nummerert brev med en annen begrunnelse.

Basert på dette mener børsen derfor at opplysningene om revisors fratreden var tilstrekkelig spesifikke for å trekke en slutning om den mulige kurspåvirkningen av dette forholdet senest da nevnte styremøte hadde blitt avholdt samme kveld den 21. november 2018.

#### *Egnet til å påvirke kursen*

Oslo Børs mener videre at dette var informasjon som en fornuftig investor sannsynligvis ville benytte som del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning, jf. vphl. § 3-2 (3).

Revisor har en særskilt og lovpålagt oppgave som kontrollfunksjon for Selskapet og er sentral for tilliten til regnskaper og øvrige finansielle rapportering. Selv om kvartalsrapportering ikke blir revidert, vil det normalt virke disiplinerende på utsteders arbeid med kvartalsrapportering når selve årsregnskapene til slutt vil bli revidert. Videre er det vanlig at revisor gir innspill og er diskusjonspartner ved utarbeidelse av kvartalsrapporter selv om det ikke avgis noen formell revisjonserklæring. Revisor er underlagt tilsyn og det stilles blant annet krav til revisors uavhengighet og objektivitet for å sikre allmenhetens tillit til revisors arbeid og vurderinger.

Selskapet har fremhevet at det ikke generelt kan legges til grunn at revisors fratredelse midt i en regnskapsperiode utgjør innsideinformasjon og at dette må vurderes ut fra den konkrete situasjonen. Børsen er enig i dette, men vil fremheve at det er svært uvanlig at en revisor for et Selskap notert på Oslo Børs trekker seg midt i en regnskapsperiode og at dette dermed er av betydning for den mulige kurspåvirkningseffekten av forholdet. Børsen er kun kjent med et fåtall tilfeller de siste ti årene. Dersom revisors fratreden midt i en regnskapsperiode var en mer ordinær hendelse, kunne det derimot talt i retning av at dette var informasjon som ikke var egnet til å påvirke kursen negativt.

I foreliggende sak besluttet EY å fratre som Selskapets revisor som følge av at de mente var vesentlige mangler i Selskapets rutiner og prosesser, samt at Selskapet ikke hadde tilstrekkelig kapasitet og kompetanse til å overvåke de prosesser ledelsen var ansvarlig for. Som nærmere begrunnet i nummerert brev nr. 8, vurderte EY situasjonen dit hen at de ikke var i stand til å utføre revisjon av Selskapet i samsvar med revisorlovens krav. Børsen mener derfor at dette var informasjon som en fornuftig investor sannsynligvis ville benytte som del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning. At Selskapets revisor gjennom flere år besluttet å fratre som følge av det de mente var kritikkverdige forhold ved Selskapets finans- og regnskapsfunksjon mener børsen har betydning for allmenhetens tillit til Selskapet og dets finansielle rapportering.

Videre mener børsen at dette ikke kun begrenser seg til de tilfeller hvor revisor utelukkende trekker seg som følge av at det foreligger uenigheter om regnskapsprinsipper, verdsettelse av eiendeler eller øvrige feil i regnskapene.

Børsen viser i den forbindelse til børsens vedtak av 14. februar 2018 hvor Oceanteam ASA ble ilagt overtredelsesgebyr som følge av at Oceanteam blant annet ikke hadde meldt revisors fratreden rettidig. Fratredelsen skjedde etter en periode med uenigheter mellom revisor og Oceanteam på en rekke punkter, og også i denne saken var revisors vurdering av internkontroll og manglende skriftlig dokumentasjon en av de sentrale begrunnelsene for revisors fratreden. Børsen mener dermed at denne saken er mer sammenliknbar med foreliggende sak, enn børsens brev av 13. mai 2016 (Norske Skog). Børsen vil også fremheve at Selskapet må være svært varsom med å legge til grunn en tidligere sak fra Oslo Børs som omhandler revisors fratreden under andre omstendigheter, automatisk medfører at revisors fratreden under andre omstendigheter ikke utgjør innsideinformasjon.

Selskapet har videre anført at Oceanteam-saken ikke er spesielt relevant i foreliggende sak, ettersom Oceanteams revisor ved flere anledninger hadde varslet Oceanteam om at de ville fratredersom ulike forhold ble korrigert innen en tidsfrist, samt hadde gitt uttrykk for at deres fratreden var informasjonspliktig for Oceanteam.

Selskapet synes å erkjenne at vesentlige klanderverdige forhold på revisorkundens side som begrunner at revisor trekker seg midt i en regnskapsperiode kan utgjøre innsideinformasjon. Selskapet hevder derimot at forholdene som ble adressert i nummerert brev nr. 8 ikke utgjorde den reelle begrunnelsen for EYs fratreden som Selskapets revisor.

Som nærmere behandlet under punkt 0 ovenfor, mener børsen at begrunnelsen som fremkom av nummerert brev nr. 8 var reell og at Selskapet ikke kunne se bort fra denne ved vurderingen av om revisors fratreden utgjorde innsideinformasjon.

Det må være klart at resultatet av ledende ansattes arbeid for en notert utsteder kan utgjøre innsideinformasjon, og etter omstendighetene også handlinger eller opptreden som ikke står i direkte sammenheng med arbeidet. Dette beror på en konkret vurdering i den enkelte sak.

At øvrige deler av Selskapet ikke var kjent med alvorligheten av revisorsituasjonen før sent i 2018, kan også si noe om kvaliteten på Selskapets organisering av virksomheten og interne kontroll. Dette særlig tatt i betraktning at Selskapet på dette tidspunktet kun hadde to ansatte, administrerende direktør og finansdirektøren,

samt en nylig ansatt Chief Operating Officer. Som tidligere nevnt var det kun finansdirektøren som arbeidet mot revisor.

Selskapet har videre argumentert med at konsekvensen av revisors fratreden var begrenset til kostnader ved å erstatte finansdirektøren og revisor, som var antatt å resultere i en begrenset tilleggskostnad for Selskapet, og at informasjonen derfor ikke var egnet til å påvirke Selskapets aksjekurs. Etter børsens syn blir dette en for snever innfallsvinkel. Når revisor mener det foreligger vesentlige mangler ved Selskapets rutiner og prosesser som medfører at de ikke anser seg i stand til å utføre revisjonen av Selskapet i henhold til lovbestemte krav og derfor beslutter å fratre, har dette informasjonsverdi for Selskapets aksjonærer uavhengig av om kurspåvirkningen også kan bli påvirket av at Selskapet samtidig kommuniserer at de tar grep med sikte på å forbedre situasjonen. At et børsnotert selskap har tillit i markedet er av sentral betydning for prisingen av aksjen. Når revisor har påpekt slike mangelfulle forhold ved Selskapets økonomi- og regnskapsfunksjon, og den ansvarlige for dette må gå som følge av dette, er dette dermed ikke bare et spørsmål om kostnader, men like fullt om tillit til styringen av Selskapet.

Selskapet synes å mene at revisors fratredelse skyldes et mindre alvorlig forhold og derfor ikke utgjør innsideinformasjon. [REDACTED]

At EYs fratreden var alvorlig for Selskapet, underbygges også av Selskapet i deres brev til EY av 23. november 2018 hvor det fremgår: «*Selskapet har innkalt til ekstraordinær generalforsamling 14. desember for å velge PWC som ny revisor. Denne håndteringen er egnet til å gi selskapet negativt publisitet og skape grunnlag for spekulasjon.*» [REDACTED]

Børsen er derfor uenig med Selskapet i at konsekvensene var begrenset til kostnaden ved å bytte ut finansdirektøren og revisor. Børsen vil også bemerke at Selskapet ikke hadde ny finansdirektør på tidspunktet hvor EY meldte sin fratreden. At Selskapet mente de var istand til å rette manglene som påpekt av EY og kunne iverksette tiltak som ville avhjelpe situasjonen på sikt, er snarere andre omstendigheter som markedet selv må vurdere effekten av og tilliten til.

En alvorlig konsekvens av at revisor fratrer midt i en regnskapsperiode er at Selskapet kan stå uten revisor, noe som var tilfelle i Oceanteam-saken. I foreliggende sak hadde Selskapet fått tilbud fra ny revisor på tidspunktet hvor børsen mener det oppsto presise opplysninger. Børsen legger til grunn at dette reduserer kurspåvirkningseffekten av informasjonen om at revisor har besluttet å fratre, men mener i motsetning til Selskapet at den ikke eliminerer kurspåvirkningseffekten og viser til begrunnelsen ovenfor.

I henhold til styreprotokollen fra møtet den 21. november 2018 har Selskapet ved vurderingen av informasjonsplikt også trukket frem at EYs fratredelse ikke er begrunnet i Selskapets forestående TGE, som er en betegnelse på Selskapets planlagte lansering av token (også betegnet som ITO). Børsen er ikke enig i dette og viser til revisors anmerkning om at dette er en kompleks transaksjon hvor revisor ikke var kjent med rettigheter og plikter Selskapet ville pådra seg i forbindelse med den planlagte utstedelsen. Som nevnt under punkt 6.2 offentliggjorde Selskapet kort tid etter revisors



fratredelse at token-lanseringen var besluttet utsatt for at Selskapet trengte mer tid på verifisering av de rettslige, regulatoriske og regnskapsmessige kravene knyttet til utstedelse av slike token.

Selskapet har videre anført at EY burde ha gitt Selskapet et nummerert brev med rettefrist før de sendte forhåndsvarsel om fratreden. Børsen mener dette har begrenset verdi for informasjonsplikten. Det samme gjelder Selskapets anførsler om at EY burde ha kommunisert bedre alvoret av situasjonen til Selskapets styre og administrerende direktør. Det sentrale for vurderingen av informasjonsplikten er hvilken informasjon Selskapet hadde om forholdet når EY meddelte Selskapet at de ville fratre som revisor den 21. november 2018. På dette tidspunktet hadde EY varslet sin mulige fratreden muntlig den 15. november 2018 og Selskapet hadde hatt dialog med EY i sakens anledning frem til 21. november 2018.

Den 21. november 2018 var det derfor det klart for Selskapet at EY ville fratre, som følge av det de mente var vesentlige mangler ved Selskapets finans- og regnskapsfunksjon, og at dialogen i etterkant av EYs første henvendelse om dette til administrerende direktør den 15. november 2018 ikke hadde ført frem med henblikk på en løsning med EY om fortsettelse av oppdraget. I dialogen med ansvarlig revisor hos EY i styremøtet den 21. november 2018 var det heller ikke holdepunkter for at Selskapet kunne legge til grunn at EY ikke sto inne for innholdet i nummerert brev nr. 8 eller ville endre dette.

Børsen ønsker likevel å bemerke at når det gjelder revisorlovens krav om forhåndsvarsel etter revisorloven § 7-2 (3), ligger i dette at selskapet må gis en reell mulighet til å oppnevne ny revisor før revisor fratrer oppdraget, jf. Rettsdata Norsk Lovkommentar Note 202 til revisorloven. I forarbeidene til bestemmelsen (Ot.prp.nr.75 (2008-2009) s. 49 vises det til følgende uttalelse i NOU 1997:9 s. 194: *«I dette ligger at styret må få en minimumsfrist som er tilstrekkelig til at det organ som skal velge revisor kan innkalles med den frist som er satt i lov eller vedtekt. Ut over dette bør fristen ikke være særlig lang dersom bestemmelsen skal tjene sin hensikt. Ved utløpet av fristen skal revisor fratre selv om ny revisor ikke er valgt. Inntil fratreden er revisor ansvarlig for oppdraget.»*

Revisorloven § 7-1 oppstiller dermed ikke et krav om at selskapet skal gis nummerert brev med rettefrist før forhåndsvarsel om fratreden sendes. Heller ikke revisorloven § 5-2 (4), jf. § 5-4 som regulerer hvilke forhold som skal inntas i nummerert brev, oppstiller et krav om at forhåndsvarsel om mulig fratreden med rettefrist må oppstilles i nummerert brev. Begrunnelse for revisors fratreden skal derimot inntas i nummerert brev, jf. revisorloven § 5-2 (4) nr. 6, jf. § 5-4, slik EY har gjort i nummerert brev nr. 8.

Selskapet har i sine kommentarer til børsens andre forhåndsvarsel presisert at det ikke er dette grunnlaget de mener EY skulle gitt forhåndsvarsel med rettefrist etter. Selskapet viser til at anførselen blant annet er at revisor gjennom nummererte brev skal påpeke feil ved formuesforvaltningen til revisorkunden etter revisorloven § 5-2 (4) og at revisor normalt skal gis rettefrist før det kan være aktuelt for revisor å meddele fratreden.

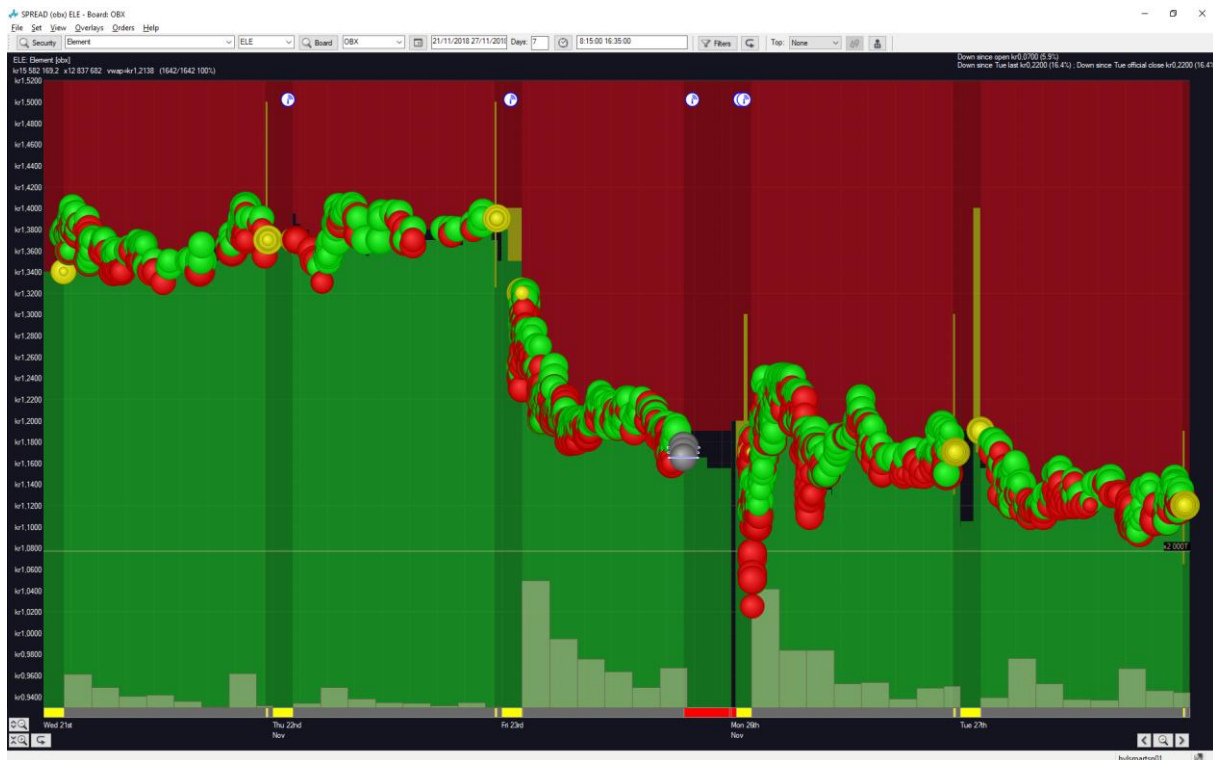
Børsen vil i denne forbindelse påpeke at selv om revisor normalt må vurdere om det skal sendes et nummerert brev med rettefrist før fratreden meldes, foreligger det ikke et absolutt krav om at dette faktisk må gjøres. Dette beror på revisors vurdering av om det er formålstjenlig å sende et ytterligere nummerert brev med rettefrist og eventuelt adressere mangelfulle forhold i en revisjonsberetning eller om situasjonen tilsier at revisor bør trekke seg fra oppdraget. I foreliggende sak vurderte EY at det var nødvendig å trekke seg fra oppdraget etter en periode med flere utfordringer knyttet til Selskapets økonomi- og regnskapsfunksjon, og hvor de tidligere hadde påpekt kritikkverdige forhold ved denne overfor Selskapet, også i nummerert brev. At Selskapet mener EY burde ha sendt et nummerert brev med rettefrist er derfor av begrenset verdi for informasjonsplikten, ettersom eventuelle konsekvenser av at Selskapet var uenig i EYs vurdering av dette var høyst usikre.

Som nærmere angitt under punkt 0, bestrider Selskapet også at EY hadde rett til å trekke seg etter revisorloven § 7-1 (2). Når det gjelder betydningen av at Selskapet bestrider at EY hadde rett til dette, samt at EY skulle ha sendt et ytterligere nummerert brev med rettefrist, vil børsen bemerke at Selskapet på tidspunktet hvor de mottok nummerert brev nr. 8 fra revisor og avholdt styremøte i sakens anledning, ikke hadde gjort en nærmere rettslig vurdering av grunnlaget for revisors fratredelse.

I henhold til styreprotokollen ble det besluttet at administrasjonen i samråd med advokat skulle vurdere hvordan innholdet i nummerert brev nr. 8 skulle behandles formelt. Eventuelle konsekvenser dette kunne få for innholdet i nummerert brev nr. 8 var dermed høyst usikre. Børsen ønsker i den forbindelse å gjøre oppmerksom på at det som utgangspunkt er tilsynsmyndighetene for revisorer, Finanstilsynet, som vurderer om revisor har opptrådt i samsvar med kravene i revisorloven. Så fremt Finanstilsynet eller eventuelle domstoler ikke har vurdert at revisor ikke hadde rett til å fratredelse som Selskapets revisor, må Selskapet forholde seg til fratredelsen både hva gjelder anmerkningene som følger av det nummererte brevet og vurderingen av informasjonsplikten i den forbindelse. At Selskapet vil ta administrative og/eller rettslige skritt som følge av at de er uenig med revisors grunnlag for fratredelse, er dermed i likhet med andre omstendigheter knyttet til saken et eget forhold som markedet må vurdere effekten av all den tid en slik avklaring eller beslutning fra relevante myndigheter ikke forelå på tidspunktet hvor børsen mener informasjonsplikten oppsto.

Basert på det overnevnte, mener børsen at det faktum at Selskapet var uenig i EYs grunnlag for å trekke seg, ikke påvirket de omstendigheter som børsen mener utgjorde innsideinformasjon. Dette kunne eventuelt vært adressert som et tilleggsmoment i børsmeldingen. Oslo Børs kan for øvrig ikke se at informasjonsverdien av at revisor har besluttet å fratredelse reduseres vesentlig av at Selskapet er uenig i revisors begrunnelse for fratredelsen.

Vurderingen av om informasjonen har kurspåvirkningseffekt skal vurderes *ex ante*, men det er naturlig å se hen til den faktiske kurspåvirkningen i saken. Det skal likevel bemerkes at Selskapet i perioden saken gjelder var gjenstand for flere forhold og hendelser som det er grunn til å tro påvirket det totale kursbildet, slik at det er vanskelig å lese effekten av hver enkelt hendelse som har oppstått. Det bør også bemerkes at Selskapet på tidspunktet hvor revisorskiftet først ble annonsert hadde vært i en nedadgående trend siden Selskapets aksjekurs hadde en topp på NOK 6,14, som var sluttkurs 14. mars 2018. I perioden som er gjenstand for saken handlet Selskapets aksjekurs på rundt NOK 1 per aksje, som også gjør at relativt små endringer kan gi store prosentvise utslag.



Da Selskapet meldte om revisorskiftet den 22. november 2018, steg aksjekursen fra NOK 1,37 som var sluttkurs dagen før, til NOK 1,39, dvs. en økning på ca. 1,5 %. Dagen etter falt aksjekursen ca. 14,4 % til NOK 1,19, som var siste omsatte kurs da børsen innførte børs pause. Børsen legger til grunn at det var nyhetsartikkelen om det varslede søksmålet mot Selskapets styreleder og børsmeldingen om at finansdirektøren ville fratre som i hovedsak bidro til dette kursfallet.

Etter at børsen opphevet børs pausen og åpnet for handel 26. november 2018 handlet aksjen i åpningsminuttene helt nede på NOK 1,025, en nedgang på ca. 13,9 %. Aksjekursen tok seg derimot opp igjen og sluttkurs denne dagen ble på NOK 1,17, en nedgang på ca. 1,7 % sammenliknet med siste omsatte kurs fredag 23. november 2018. Omsetningsvolumet i handelen i Selskapets aksje var høyt denne dagen. Markedet generelt hadde derimot en positiv utvikling, og OSEBX-indeksen var opp 1,9 % denne dagen. Selskapets aksjekurs falt tirsdag 27. november 2018 videre til NOK 1,12, dvs. en nedgang på ca. 4,3 % sammenliknet med sluttkurs dagen før.

Siden innføringen av børs pausen på fredag hadde Selskapet kommet med børs melding om at PwC hadde trukket seg og meldingen som informerte om at det var EY som ikke ønsket å videreføre revisjonsoppdraget. I tillegg hadde styreleder kommet med tilsvaret i DN. Det kraftige kursfallet fredag 23. november 2018, sammenholdt med øvrige omstendigheter som ble kjent før børs åpning 26. november 2018, gjør det vanskelig å bedømme kurseffekten av at Selskapet offentliggjorde at det var EY som ikke ønsket å fortsette som Selskapets revisor isolert. Det er likevel rimelig å anta at børs meldingen om finansdirektørens avgang tok ut noe av kurseffekten ved at denne meldingen mer enn antyder at det har vært interne utfordringer i Selskapets regnskapsfunksjon.

Selskapet er uenig i dette og mener at kursutviklingen i Selskapets aksje fra 8. november 2018 til 21. desember 2018 viser at kursen falt kontinuerlig og i en lineær kurve fra NOK 1,97 til NOK 0,56, med unntak av det kraftige kursutslaget fredag 27. november 2018. Selskapet mener dette skyldtes medieoppslaget om det varslede søksmålet mot Selskapets styreleder, samt spekulasjoner i at EYs

fratreden skyldtes feil i Selskapets regnskaper på grunn av børskommentar på E24 samme dag<sup>73</sup>. Selskapet mener derfor kursutslagene i perioden mellom 21. november 2018 og 27. november 2018 synes å være upåvirket av meldingene som gjelder Selskapets revisorsituasjon i perioden. Videre mener Selskapet at utviklingen av OSEBX-indeksen ikke er relevant ved vurderingen av Selskapets aksjekurs ettersom denne i svært liten grad korrelerer med OSEBX-indeksen.

Børsen ønsker i den forbindelse å understreke at selv om det er naturlig å se hen den etterfølgende kursutviklingen, er det vurderingen *ex ante* som er avgjørende for om forholdet utgjør innsideinformasjon. Dette har særlig betydning i foreliggende sak, hvor Selskapet hadde publisert det børsen mener er en uriktig beskrivelse av forholdene knyttet til revisors fratredelse og at denne heller ikke ble rettet da Selskapet sendte børsmelding om at det var EY som ikke ønsket å fortsette som Selskapets revisor den 26. november 2018, jf. nærmere drøftelse under «Offentlig tilgjengelig» nedenfor. Videre har det vært offentliggjort informasjon om og av Selskapets styreleder som har påvirket kursbildet. Den etterfølgende kursutviklingen må derfor leses i lys av dette.

Børsen mener at dersom Selskapet opprinnelig hadde offentliggjort børsmelding om at EY hadde valgt å fratre som følge av den begrunnelsen som fremkom av nummerert brev nr. 8, ville dette vært informasjon som en fornuftig investor ville benyttet som del av sin investeringsbeslutning. Som nærmere drøftet nedenfor, mener børsen at børsmeldingen av 22. november 2018 ga en uriktig fremstilling av de faktiske forholdene knyttet til revisors fratreden, og mener derfor det er grunn til å tro at kursen ikke ville steget 1,5 % denne dagen dersom Selskapet hadde meddelt markedet at det var EY som hadde besluttet å fratre som revisor og børsmeldingen inneholdt en riktig beskrivelse av begrunnelsen for dette. Når Selskapet gir en uriktig beskrivelse av situasjonen, mener børsen at kursutvikling og mediedekning denne dagen er lite relevant for å vurdere om informasjonen om EYs fratredelse var egnet til å påvirke kursen.

Selskapet har anført at det kraftige kursfallet den 23. november 2018 skyldtes en kombinasjon av artikkelen i DN om Selskapets styreleder og spekulasjoner i at finansdirektøren hadde funnet feil i regnskapene som følge av artikkelen i E24 den 23. november 2018. Selskapet anfører at media spekulerte i at det var finansdirektøren som hadde sagt opp på grunn av funn i regnskapene og relatert til Selskapets styreleder. Børsen kan ikke se at dette baserer seg på annet enn Selskapets egne påstander og heller ikke at dette er spekulasjoner som fremkommer av børskommentaren på E24.

Børsen er enig i at det kan legges til grunn at medieoppslaget om Selskapets styreleder har bidratt til det kraftige kursfallet. At kursnedgangen utelukkende skyldes dette og at markedet spekulerte i feil i Selskapets regnskaper grunnet oppslaget på E24, finner børsen derimot svært usannsynlig. For det første er dette kun spekulasjoner fra Selskapets side, for det andre er det ikke slik at oppslaget på E24 har denne vinklingen. Det oppslaget stiller spørsmål ved, er nettopp om beskrivelsen og begrunnelsen for revisorbyttet er riktig beskrevet av Selskapet i børsmeldingen av 22. november 2018 eller skyldes andre forhold. Artikkelen nevner ikke særskilt at dette kan skyldes feil ved Selskapets regnskaper og heller ikke spekulasjoner om at finansdirektøren har oppdaget dette og at dette står i sammenheng med medieoppslag om Selskapets styreleder. Det bør også bemerkes at børskommentatoren på dette tidspunktet sitter med inntrykk av at EY har fått sparken, noe som ikke var tilfelle.

Selskapet har videre anført at kursfallet den 26. november 2018 kun utgjorde en nominell kursnedgang på NOK 2 øre og dermed ikke er egnet til å bevise at forholdet rundt EYs fratreden hadde merkbart kurspåvirkningspotensial. Til dette vil børsen bemerke at vurderingen av om

---

<sup>73</sup> Vedlegg 19: Artikkel fra E24.no av 23. november 2018

informasjonen om revisors fratredelse var egnet til å påvirke kursen på tidspunktet hvor det oppsto innsidainformasjon i foreliggende sak ikke kan baseres utelukkende på hvordan kursutviklingen var denne dagen og viser til drøftelsen ovenfor.

Børsen finner også grunn til å fremheve at Selskapets aksje handlet på høye volum denne dagen, noe som underbygger at dette ikke var en helt normal kursutvikling slik Selskapet anfører. Videre var det på tidspunktet for denne børsmeldingen allerede offentliggjort uriktig informasjon om revisorskiftet og børsen mener meldingen denne dagen heller ikke var dekkende for den situasjon som hadde oppstått, se nærmere om dette under punktet «Offentlig tilgjengelig» nedenfor.

Selskapet mener videre at kursfallet neppe skyldtes EYs fratreden, men at PwC hadde trukket seg og at Selskapet da sto i fare for å bli tvangsoppløst, samt etterdønningene av avisoppslaget om Selskapets styreleder. Til dette vil børsen bemerke at det på dette tidspunktet vanskelig kan legges til grunn at markedet vurderte forholdet knyttet til PwCs tilbakekallelse av tilbudet isolert fra EYs fratreden, men at begge omstendigheter skapte en usikkerhet i markedet knyttet til Selskapets revisorsituasjon. Børsen vil også bemerke at selv om muligheten for tvangsoppløsning i tilfeller hvor Selskapet ikke har revisor etter gitte frister følger av allmennaksjeloven, var dette ikke et forhold som Selskapet fremhevet i sin børsmelding denne dagen.

Som nærmere omhandlet ovenfor, var kursbildet til Selskapet fra 22. november 2018 og påfølgende uke komplisert og preget av flere hendelser. Dagen før 26. november 2018 hadde Selskapets styreleder kommet med tilsvaret i DN og dette var også inntatt i avisutgaven denne dagen. Børsen mener denne informasjonen var egnet til å påvirke kursen noe positivt tatt i betraktning at medieoppslaget om saken uken før hadde bidratt til det kraftige kursfallet fredag 23. november 2018.

Selskapet har anført at dersom de hadde publisert en børsmelding om at EY hadde trukket seg som revisor

I følge Selskapet ville en fornuftig investor ikke reagert på selve innholdet i børsmeldingen, men den betydelige negative medieomtalen som hadde fulgt meldingen.

Oslo Børs vil bemerke at de interne ansvarsforholdene i Selskapet knyttet til revisors fratreden ikke er det som utgjør innsidainformasjonen og at det under enhver omstendighet burde vært mulig å omtale revisors fratreden på en riktig måte uten å kommentere dette.

Børsen ønsker under enhver omstendighet å understreke at et notert selskap må være forsiktig med å tilskrive et eventuelt medieoppslag om informasjon meddelt fra Selskapet som alene å være årsaken til et forventet kursfall ved vurderingen av om et forhold utgjør innsidainformasjon. Børsen mener under enhver omstendighet at dette ikke er tilfelle i foreliggende sak.

Basert på det overnevnte, mener børsen det oppsto presise opplysninger om at EY hadde besluttet å fratruke seg som Selskapets revisor som var egnet til å påvirke kursen senest da Selskapet hadde avholdt styremøte kort tid etter de mottok nummerert brev nr. 8 fra EY den 21. november 2018 og at dette var informasjon som en fornuftig investor sannsynligvis ville benytte som del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning.

### Offentlig tilgjengelig

Oslo Børs mener videre denne informasjonen om at EY hadde besluttet å fratrukke Selskapets revisor ikke var offentlig tilgjengelig på tidspunktet hvor disse opplysningene oppsto, jf. vphl. § 3-2 (1).

Børsen mener i motsetning til Selskapet at børsmeldingen av 22. november 2018 kl. 8.30, som inneholdt innkalling til ekstraordinær generalforsamling, ikke inneholdt informasjon om at EY hadde besluttet å fratrukke Selskapets revisor. Valg av ny revisor er beskrevet som «revisorskifte» med følgende begrunnelse:

*«Revisorskiftet angår ikke integriteten til selskapets regnskaper, men skyldes utfordringer i samarbeidet med EY. Element går inn i viktige faser og økt kompleksitet i krevende utviklingsprosjekter i flere land, noe som gjør at selskapet vil styrke rutiner og den generelle rapportering. Vi har innledet en prosess for å styrke finans- og regnskapsfunksjonen til selskapet og ser frem til å jobbe med PwC som revisjonspartner i dette arbeidet.»*

Børsen mener denne meldingen i beste fall kunne leses som at revisorbyttet var omforent mellom partene, men også kunne skape et inntrykk av at det var Selskapet som selv hadde tatt grep for å forbedre rutiner og rapportering. Begrunnelsen inneholder elementer fra punktene som er påpekt av EY i nummerert brev nr. 8, men er satt i en annen kontekst og årsakssammenheng. For eksempel er Selskapets behov for å styrke rutiner og generelle rapportering begrunnet med at Selskapet går inn i viktige faser og økt kompleksitet i krevende utviklingsprosjekter i flere land, og ikke som en direkte følge av påpekning av dette fra EY. Børsen finner det for øvrig påfallende at Selskapet i sitt svar til EY på nummerert brev nr. 8 argumenterer for at Selskapets virksomhet ikke har økt i omfang og kompleksitet slik EY påpeker i nummerert brev nr. 8 og som angitt i nevnte børsmelding.

Børsen mener likevel at Selskapets argumentasjon er vanskelig å følge her og mener dette underbygger at informasjonen i børsmeldingen er misvisende.

Børsmeldingen viser til at fratredelsen skyldes «utfordringer i samarbeidet» med EY. Oslo Børs kan være enig i at dette kan indikere at det har oppstått problemer mellom revisor og Selskapet. Børsen mener dette likevel ikke er en dekkende beskrivelse av en situasjon hvor revisor har valgt å fratrukke som følge av at de mener er vesentlige mangler ved Selskapets finans- og regnskapsfunksjon.

Selskapet har anført at det fremgår implisitt av børsmeldingen den 22. november 2018 kl. 8.30 at det ikke var Selskapet som hadde initiert revisorskiftet. Selskapet begrunner dette med at det har formodningen mot seg at et notert selskap vil ønske å skifte revisor utenom ved ordinær generalforsamling og kun 8 dager før offentliggjøring av selskapet Q3-rapport (denne skal publiseres 30. november 2018) og for øvrig ha behov for å offentliggjøre et behov for å styrke sine rutiner og rapportering. Selskapet mener at sett hen til dette og alle negative medieoppslag vil en fornuftig investor forstå at det i børsmeldingen ligger et klart signal om at det var forhold hos Selskapet som har forårsaket samarbeidsproblemene og som igjen førte til revisors ekstraordinære avgang.

Børsen ønsker i den forbindelse å understreke at det er Selskapet som har informasjonsplikten, og at innsideinformasjon ikke kan holdes tilbake med den begrunnelse at «markedet burde vite bedre». Det er lettere for Selskapet å lese mellom linjene hva som er bakgrunnen for «revisorskiftet» når de sitter på ytterligere informasjon om forholdet som ikke er meddelt markedet. Selskapet kan heller ikke høres med at markedet skulle lese meldingen på riktig måte ved å sammenholde informasjonen

med alle negative medieoppslag om Selskapet, særlig tatt i betraktning at det på tidspunktet hvor børsmeldingen ble publisert den 22. november 2018 ikke forelå noen negative medieoppslag om revisors fratreden, dette kom først 23. november 2018.

At markedet ikke leste meldingen på måten som Selskapet mener den indikerer, støttes også av at kursen steg 1,5 % denne dagen. Børsen mener det er grunn til å tro at dette ikke ville vært tilfelle hvis Selskapet hadde meddelt markedet at det var EY som hadde besluttet å fratse som revisor og børsmeldingen inneholdt en riktig beskrivelse av EYs begrunnelse for dette. Børskommentaren på E24 som ble publisert 23. november 2018<sup>74</sup>, oppfatter meldingen om revisorbyttet sett i sammenheng med meldingen om finansdirektørens avgang som at revisor hadde fått sparken. Samme kommentator kom også med ny børskommentar<sup>75</sup> etter at Selskapet publiserte meldingen om at det var EY som hadde trukket seg og ga uttrykk for at dette ikke hadde kommet klart frem i Selskapets børsmelding av 22. november 2018. Selskapet anfører i den forbindelse at dette ikke er hovedpoenget i børsmeldingen, men hvorfor Selskapet snakket så mye om regnskapenes integritet. Selskapet mener videre at børskommentatoren skrev sistnevnte artikkel med konfliktfylt fasit i hånd. Børsen er ikke enig i dette og vil understreke at det heller ikke på dette tidspunktet hadde blitt kommunisert nærmere informasjon om begrunnelsen for revisors fratreden, utover at EY ikke ønsket å fortsette som Selskapets revisor.

Børsen mener at børsmeldingene av 22. og 26. november 2018 samlet ga et bilde av at revisor trakk seg som følge av samarbeidsproblemer, uten at markedet ble gitt opplysninger om at EY vurderte at Selskapet hadde vesentlige mangler i rutiner og prosesser, og at situasjonen ble vurdert dit hen at EY mente de ikke var i stand til å utføre revisjon av Selskapets regnskaper i henhold til revisorlovens krav. Når Selskapet i tillegg koblet revisors fratreden med Selskapets ønske om blant annet å "styrke vår finans- og regnskapsfunksjon" og "understreker at regnskapenes integritet ikke er utfordret på noe punkt", tilsørte det realitetene rundt revisorskiftet. Det at Selskapet er uenig i revisors begrunnelse for deres fratredelse fritar som nevnt ikke Selskapet fra informasjonsplikten, og kan heller ikke begrunne at Selskapet gir et misvisende bilde av bakgrunnen for revisorskiftet.

Børsen finner det skjerpene at Selskapet ikke bare har tilbakeholdt informasjon om at det var EY som fratrådte revisjonsoppdraget, men også forsøkt å fremstille situasjonen som noe annet enn slik den faktisk var. Børsen ønsker i den forbindelse også å understreke at all informasjon som gis fra Selskapet til markedet skal være riktig, uavhengig av om den utgjør innsideinformasjon. Selskapet er enig i dette, men mener informasjonen som ble gitt i børsmeldingen av 22. november 2018 var korrekt.

Som redegjort ovenfor, mener børsen det oppsto innsideinformasjon senest onsdag 21. november 2018 etter at styremøtet hvor revisor deltok ble avholdt. Som nærmere begrunnet ovenfor, mener børsen at innsideinformasjonen ikke ble utliknet gjennom Selskapets børsmelding av 22. november 2018 og at denne også inneholdt en uriktig beskrivelse av forholdene knyttet til revisorbyttet. Selskapet har dermed brutt vphl. § 5-2 ved at innsideinformasjonen som senest oppsto onsdag 21. november 2018 ikke ble rettidig offentliggjort i henhold til denne bestemmelsen.

Mandag 26. november 2018 offentliggjorde Selskapet en børsmelding hvor det fremgikk at det var EY som ønsket å fratse, som lød:

*«Element vil avholde en ekstraordinær generalforsamling 14. desember 2018 for å velge ny revisor, som en følge av at EY, på grunn av utfordringer i samarbeidet, ikke ønsket å videreføre*

---

<sup>74</sup> Vedlegg 19

<sup>75</sup> Vedlegg 20: Artikkel fra E24.no av 26. november 2018

*sitt engasjement. PwC var innstilt som ny revisor, men trakk sitt kandidatur 23. november 2018.»*

Selskapets administrerende direktør er også sitert på følgende:

*«Etter at PwC trakk sitt kandidatur, så har vi gjennom helgen drøftet med revisorkandidater og jobber med flere alternativer for å styrke vår finans- og regnskapsfunksjon. Vi understreker at regnskapenes integritet ikke er utfordret på noe punkt og jeg er trygg på at vi vil finne en god løsning. Jeg ser frem til å oppdatere våre aksjonærer på utviklingen.»*

Sett i sammenheng med at det på dette tidspunktet hadde blitt offentliggjort informasjon om at finansdirektørens avgang og at PwC hadde tilbakekalt sitt tilbud, er det grunn til å tro at markedet forsto at det forelå utfordringer på Selskapets side knyttet til regnskapsrapporteringen. Børsen mener likevel at overnevnte beskrivelse ikke er en dekkende beskrivelse av EYs begrunnelse for fratreden som nærmere behandlet under punkt 0 ovenfor. Dette særlig sett i sammenheng med Selskapets fremstilling av situasjonen i børsmeldingen den 22. november 2018.

## **7 Avsluttende bemerkninger**

Oslo Børs arbeider løpende med selskapenes etterlevelse av informasjonsplikten på børsens markedsplasser. Dette er et prioritert arbeid og vurderes av børsen som viktig for å ivareta markedsplassenes integritet. Et velfungerende verdipapirmarked kjennetegnes av at alle markedsaktører har tilgang på lik informasjon fra utstederne på samme tidspunkt slik at de ulike investeringsbeslutningene treffes på likt grunnlag. Dette bidrar til en markedsriktig prising av de aktuelle finansielle instrumentene.

De noterte selskapenes informasjonshåndtering er av avgjørende betydning for integriteten til børsens markedsplasser. Langsiktige konsekvenser av svekket integritet kan være redusert tilgang på risikokapital, eventuelt tilgang til risikokapital til en høyere kostnad for selskapene. Følgelig prioriterer Oslo Børs å følge opp utstedere når det er mistanke om at innsideinformasjon ikke er håndtert i tråd med regelverket.

Oslo Børs kan ilegge overtredelsesgebyr for brudd på Selskapets informasjonsplikt etter vphl. § 5-2 og 5-3, jf. vphl. §§ 21-4 (3) og 19-1 (2), jf. verdipapirforskriften § 17-1.

Oslo Børs mener overtredelsen i foreliggende sak utgjør et alvorlig brudd. Ved at Selskapet ikke bare unnlot å offentliggjøre innsideinformasjonen om at revisor hadde besluttet å fratruke, men også ga en uriktig fremstilling av revisorskiftet, handlet markedsaktørene både på manglende og uriktig informasjon om revisorskiftet. At Selskapet ga en uriktig fremstilling av forholdet til markedet, finner børsen skjerpene og av sentral betydning for alvorligheten av saken.

Det skal bemerkes at Selskapet på eget initiativ presiserte i børsmeldingen den 26. november 2018 at det var EY som ikke ønsket å videreføre sitt engasjement. Børsen finner dette positivt, men mener som redegjort ovenfor at beskrivelsen av «på grunn av utfordringer i samarbeidet» ikke er en dekkende beskrivelse av bakgrunnen for at EY hadde besluttet å fratruke som Selskapets revisor.

Selskapet har anført at de var i en presset og uklar situasjon hvor man mottok motstridende begrunnelser for EYs fratreden og opplevde negativ mediedekning som til tider får stor, men urettmessig betydning, for prisingen av Selskapets aksjer.

Børsen mener det kan diskuteres om Selskapets mediedekning får stor og urettmessig betydning for prisingen av Selskapets aksjer, men ser ikke grunn til å gå inn på dette ved vurderingen av utmålingen



av overtredelsesgebyr. Når et forhold utgjør innsideinformasjon, er etterfølgende mediedekning uten betydning for om Selskapet skal publisere innsideinformasjonen korrekt og rettidig. I foreliggende sak var det etter børsens vurdering heller ikke tale om at Selskapet offentliggjorde informasjon om revisorbyttet som ikke utgjorde innsideinformasjon, hvor media hauset dette opp og at sistnevnte medførte kursfall i Selskapets aksje.

Selskapet har anført at de i stor utstrekning har involvert børsen når det er tvil om det foreligger innsideinformasjon. Selskapet anfører at de har stort fokus på å etterleve regelverket for selskaper notert på Oslo Børs og i denne sammenheng vises det til alle gangene de siste årene hvor Selskapet har klassifisert informasjon som innsideinformasjon og meldt dette til børsen underhånden.

Selv om børsen finner dette positivt, har det likevel begrenset betydning i foreliggende sak hvor dette ikke er gjort. Oslo Børs har også sendt Selskapet brev vedrørende to andre forhold knyttet til informasjonsplikt og informasjonshåndtering i 2018. Det første forholdet gjaldt brudd på plikten til å utarbeide og publisere informasjonsdokument i henhold til Løpende forpliktelser, inntatt i Vedtak og uttalelser 2018 side 92 flg. Det andre forholdet gjaldt deling av innsideinformasjon med media før offentliggjøring, se Vedtak og uttalelser 2018 side 117 flg. At Selskapet over en såpass kort tidsperiode har mottatt bemerkninger fra Oslo Børs for to andre forhold som gjelder Selskapets informasjonsplikt og informasjonshåndtering er uvanlig og kan tilsi at Selskapet har større utfordringer knyttet til håndtering av børsens regelverk enn et enkeltstående brudd kan tilsi. Oslo Børs ønsker å understreke at børsen er avhengig av at selskapene har tilstrekkelig kompetanse og kapasitet til å overholde informasjonsplikten og øvrige regler som påhviler disse som noterte utstedere. Børsen gjør oppmerksom på at eventuelle fremtidige brudd kan ha betydning for børsens vurdering av om Selskapet er egnet for notering på Oslo Børs.

Etter en samlet vurdering har børsen vedtatt å legge Selskapet et overtredelsesgebyr på tre (3) ganger årlig noteringsavgift.

Oslo Børs har den 9. mai 2019 truffet følgende vedtak:

*«For brudd på plikten til å melde innsideinformasjon til markedet etter verdipapirhandelloven § 5-2 (1), ilegges Element ASA et overtredelsesgebyr på tre ganger årlig kursnoteringsavgift, dvs. NOK 586 200, jf. verdipapirhandelloven §§ 21-4 (3) og 19-1 (2), jf. verdipapirforskriften § 17-1.».*

### **3.2.4 Evry ASA – vedrørende plikten til å underrette Oslo Børs ved beslutning om utsatt offentliggjøring, e-post 27.06.2019**

Vi viser til din e-post av 25. juni som svar på vår forespørsel av 21. juni. Saken har vært gjennom en intern vurdering her på børsen, og basert på den informasjon som har blitt fremlagt har børsen besluttet å ikke forfølge denne saken ytterligere. Vi ønsker likevel å knytte noen avsluttende kommentarer til EVRY ASAs («Selskapet») informasjonshåndtering.

Vi har ingen innsigelser på Selskapets vurdering om at vilkårene for utsatt offentliggjøring har vært oppfylt gjennom hele prosessen. Basert på selskapets situasjonsbeskrivelse er børsen også enig i at underhåndenmeldingen\* som ble gitt til Oslo Børs den 6. mai var tilstrekkelig dekkende for situasjonen slik den fremstod på det daværende tidspunkt. Spørsmålet etter dette er hvorvidt Selskapet var forpliktet til å oppdatere børsen i etterkant. Det vises i denne sammenheng til at innsideinformasjonen utviklet seg i perioden og utfallsrommet hva gjelder «hovedeiers strategiske alternativer» ble snevret inn og trådte klarere frem. Det at det eventuelt var usikkerhet knyttet til om

en fusjon med Tieto Oyj ville bli en realitet helt frem mot signering av fusjonsavtale kan ikke være avgjørende for om dette alternativet på et tidspunkt i prosessen utgjorde innsideinformasjon på selvstendig grunnlag. Det er i norsk rettspraksis, herunder også i børsens vedtak og uttalelser, betydelig støtte for at et mellomliggende steg i en trinnvis prosess kan utgjøre innsideinformasjon.

I dette tilfellet må en fusjon med Tieto Oyj måtte anses å ligge innenfor det utfallsrommet som ble skissert overfor børsen 6. mai. Hadde så ikke vært tilfelle, er det for børsen åpenbart at en ny underretning på et tidspunkt måtte blitt inngitt til børsen. Oslo Børs stiller seg likevel tvilende til at underhåndenmeldingen av 6. mai var tilstrekkelig dekkende iht. verdipapirforskriften § 5-1 jf. Løpende forpliktelser pkt. 3.1.2 (3) helt frem til børsmeldingen om fusjonsavtalen ble offentliggjort 18. juni. Det er imidlertid helt klart at det hadde vært formålstjenlig om børsen hadde mottatt en slik oppdatering. Et naturlig tidspunkt ville vært i etterkant av at Selskapet ved dets styreleder mottok et indikativ tilbud signert av styreleder i Tieto Oyj, og senest mot slutten av mai (dato ikke opplyst i deres e-post av 25. juni) da det ble åpnet for en direkte dialog mellom selskapene. Børsen kan ikke se at en slik oppdatering ville vært ressurskrevende for Selskapet, og den ville understøttet formålet bak bestemmelsen. Selv om en slik oppdatering ikke eksplisitt fremkommer av de nevnte bestemmelser, er dette relativt godt innarbeidet markedspraksis. Foruten å overvåke handelen i Selskapets aksje, i en situasjon hvor det foreligger innsideinformasjon som ikke er offentliggjort, vil børsen også overvåke mediebildet mv. for å avdekke eventuelle tegn til lekkasje av informasjon. En lekkagesituasjon vil kunne bli håndtert annerledes og få mindre skadeomfang både for Selskapet og for markedets tillit dersom børsen sitter med presis kjennskap til hva innsideinformasjonen omfatter. På denne bakgrunn ber vi Selskapet revurdere sine rutiner med tanke på eventuelle fremtidige situasjoner hvor det besluttet utsatt offentliggjøring og utfallsrommet er åpent eller innsideinformasjonen vesentlig endrer karakter.

Børsen vil også påpeke at det ut fra dokumentasjonen kan synes som om den innledende underretningen til børsen ble inngitt noe sent. Det fremkommer av deres redegjørelse at beslutningen om at informasjonen fra hovedaksjonær skulle behandles som innsideinformasjon ble fattet fredag kveld 3. mai. Det fremkommer ikke av redegjørelsen på hvilket tidspunkt Selskapets CEO ble orientert av styreleder, som også representerte hovedaksjonær, men vi registrerer at innsidelisten er opprettet fra 3. mai kl. 10:00 UTC tid (dvs. kl. 12:00 lokal tid). Det kan således fremstå som at identifiseringen av at det forelå innsideinformasjon, og underretningen til børsen, burde ha funnet sted allerede på dagtid fredag 3. mai.

Oslo Børs avslutter denne saken med denne e-post, men gjør oppmerksom på at e-posten kan bli inntatt i børsens årlige publikasjon av «Vedtak og uttalelser». Vi stiller oss gjerne til disposisjon dersom dere har behov for diskutere saken ytterligere eller finner noen av ovennevnte anførsler uklare.

\*En underretning til børsen gir bl.a. børsens markedsovervåkningsfunksjon anledning til å intensivere markedsovervåkingen av selskapets aksjer og å anvende virkemidler i kursnoteringen ved behov (herunder eventuelt børspause eller suspensjon dersom det er grunn til å tro at noen i markedet er i ferd med å bli kjent med opplysningene).

### **3.2.5 NEL ASA – Merknader til informasjonshåndtering, 15.07.2019**

#### **1 Innledning**

Det vises til korrespondanse og kontakt mellom NEL ASA («Selskapet» eller «NEL») og Oslo Børs i perioden januar til mars 2019. Kontakten har i førsteomgang omhandlet Selskapets informasjonshåndtering knyttet til børsmelding den 30. januar 2019 kl. 16:31 om rettet emisjon ved

utstedelse av inntil 84,906,560 nye aksjer i Selskapet («Emisjonen»). Selskapet annonserte kl 16:30 samme dag i tillegg inngåelse av kontrakt vedrørende leveranse av stasjonsløsning for «Heavy Duty Vehicles» i USA ("H2Station-kontrakten").

Børsmeldingene vedrørende Emisjonen og H2Station-kontrakten ble offentliggjort umiddelbart etter børs slutt den 30. januar 2019. Sluttkurs for Selskapets aksje samme dag var kr 5,930. Sluttkurs påfølgende dag ble kr 5,575, hvilket tilsvarer et fall på 6 %.

Oslo Børs mottok ikke underhåndenvarsel fra Selskapet vedrørende Emisjonen forut for børs meldingen. Som ledd i børsens rutinemessige undersøkelser vedrørende noterte selskapers overholdelse av informasjonsplikten etter Løpende forpliktelser, har børsen innhentet informasjon fra Selskapet om prosessen som ledet frem til børs meldingen om Emisjonen den 30. januar 2019.

Spørsmålet i saken er om Selskapet har publisert informasjon om Emisjonen rettidig, eller på korrekt måte har varslet Oslo Børs om beslutning om utsatt offentliggjøring.

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

Børsnoterte selskaper er forpliktet til å offentliggjøre innsideinformasjon som direkte angår selskapet uoppfordret og umiddelbart.<sup>76</sup> På nærmere angitte vilkår kan børsnoterte selskaper beslutte å utsette offentligjøringen av innsideinformasjon.<sup>77</sup>

Innsideinformasjon er definert i vphl. 3-2 (1). Definisjonen oppstiller tre hovedvilkår for at opplysninger skal anses som innsideinformasjon. For det første må det dreie seg om presise opplysninger om det aktuelle finansielle instrumentet. Videre må opplysningene være egnet til å påvirke kursen på det finansielle instrumentet merkbart. Til slutt må det dreie seg om opplysninger som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet.

Ved beslutning om utsatt offentliggjøring har selskapet plikt til å varsle Oslo Børs, jf. Løpende forpliktelser pkt. 3.1.2 (3), jf. verdipapirforskriften § 5-1.

Tilsyn og sanksjonering av reglene om noterte selskapers informasjonsplikt er delegert til Oslo Børs, jf. vphl. § 19-1 (2) og vphl. § 21-4 (3), jf. verdipapirforskriften § 17-1.

## **3 Selskapets redegjørelse**

Oslo Børs har i henvendelsen til Selskapet bedt om redegjørelse for prosessen som ledet frem til børs meldingen den 30. januar 2019 om Emisjonen, herunder Selskapets vurdering av om og når prosessen som ledet frem til beslutningen om å gjennomføre Emisjonen utgjorde innsideinformasjon.

### **3.1 Prosessen som ledet frem til beslutningen om Emisjonen**

Selskapet har opplyst at Emisjonen hadde nær sammenheng med H2Station-kontrakten som ble børs meldt umiddelbart forut for meldingen om Emisjonen den 30. januar 2019. Selskapet varslet Oslo Børs den 4. januar 2019 om beslutning om utsatt offentliggjøring vedrørende H2Station-kontrakten.

Selskapet har opplyst at det i utgangspunktet ikke forelå et udekket kapitalbehov for Selskapet. Beslutningen om å gjennomføre en rettet emisjon ble truffet basert på at man oppfattet markedets vurdering av selskapet som positiv, og videre at en annonsering av H2Station-kontrakten ville skape

<sup>76</sup> Løpende forpliktelser pkt. 3.1.1, jf. vphl. § 5-2 (1)

<sup>77</sup> Løpende forpliktelser pkt. 3.1.2, jf. vphl. § 5-3 (1)

mulighet til å hente inn kapital på gunstige vilkår. Vurderingene av hvorvidt det skulle gjennomføres en rettet emisjon ble ikke gjort som en selvstendig øvelse, men var avhengig av at H2Station-kontrakten ble inngått.

Selskapet har opplyst at administrasjonen informerte styret i begynnelsen av januar 2019 om at Arctic hadde utarbeidet en positiv analyse av Selskapet, og at administrasjonen hadde begynt å forberede en potensiell emisjon. Kort tid etter ble det oversendt et utkast til investorpresentasjon til styret, og styret ble informert om at man hadde som målsetning å gå til markedet med en emisjon så snart Selskapet har inngått H2Station-kontrakten.

I perioden som fulgte var det kontakt mellom administrasjonen og styret hvor det ble gitt oppdateringer om fremdriften med H2Station-kontrakten. Den 28. januar 2019 ble det oversendt utkast til protokoll for vedtakelse av rettet emisjon til styret. Selskapet har opplyst at det på dette tidspunktet hverken var klart at det vil bli noen signering av H2Station-kontrakten eller at det ville bli gjennomført en rettet emisjon. Oversendelsen var kun forberedelse knyttet til en mulig plassering, dersom styret fant å samtykke til Emisjonen.

Den 30. januar 2019 kl. 11:00 ble det avholdt et telefonstyremøte i Selskapet hvor det ble besluttet å lansere Emisjonen umiddelbart etter at meldingen om H2Station-kontrakten skulle sendes samme dag.

### **3.2 Selskapets vurdering av når Emisjonen utgjorde innsideinformasjon**

Selskapet har opplyst til Oslo Børs at de vurderte at beslutningen om å gjennomføre Emisjonen ikke utgjorde innsideinformasjon før på formiddagen den 30. januar 2019. Dette fordi det først da var tilstrekkelig visibilitet rundt inngåelsen av H2Station-kontrakten til at man kunne si at Emisjonen med rimelig grunn kunne ventes å inntreffe.

H2Station-kontrakten hadde sin bakgrunn i en rammeavtale mellom NEL og en kunde ("Kjøper") inngått den 28. desember 2018. Rammeavtalen var terminerbar for Kjøper, og medførte ikke plikt til kjøp. Selskapet har opplyst at rammeavtalen, på tidspunktet hvor den ble inngått, høyst sannsynlig ikke utgjorde innsideinformasjon, men har opplyst at de av forsiktighetshensyn likevel valgte å behandle saken som innsideinformasjon.

Bakgrunnen for at Kjøper ønsket en rammeavtale uten forpliktelse til kjøp var at H2-Stationen fra Selskapet var en del av en leveranse til en av Kjøpers kunder ("Tredjepart"). Kjøper hadde over tid vært i forhandlinger med Tredjepart, og Kjøper ønsket trygghet for at man kunne levere H2-Stationen dersom forhandlingene med Tredjepart materialiserte seg i en kontrakt. Spørsmålet om det ville bli et kjøp under H2Station-kontrakten var således avhengig av fremdriften i forhandlingene mellom Kjøper og Tredjepart.

Etter det opplyste hadde Selskapet begrenset innsyn i forhandlingene mellom Kjøper og Tredjepart, men det var løpende kontakt mellom Selskapet og Kjøper i hele januar 2019 vedrørende status i forhandlingene. Selskapet har forklart at man i perioden frem til den 30. januar 2019 mottok klarere og klarere signaler om god fremdrift i disse forhandlingene.

Den 30. januar 2019 fikk NEL signaler om at Kjøper og Tredjepart var svært nær enighet. Oslo Børs forstår det slik at dette skjedde tidlig på dagen den 30. januar 2019. Selskapet tok det også som et positivt tegn at Kjøper senere på formiddagen avklarte innholdet i en mulig annonsering av H2Station-kontrakten. Etter en totalvurdering fant NEL på ettermiddagen den 30. januar at det var overveiende sannsynlig at H2Station-kontrakten ville materialisere seg i et kjøp fremfor kansellering, og dermed at børsmelding kunne og burde avgis. Umiddelbart etter dette var det en go/no-go call

med tanke på rettet emisjon med tilretteleggerne, der konklusjonen var at Emisjonen burde lanseres samme dag.

Selskapet er av den oppfatning at Emisjonen kun i en svært begrenset periode forut for annonsering kan ha utgjort insideinformasjon. Selskapet har i alle tilfelle ansett at den rettede emisjonen var så nært knyttet til prosessen med inngåelse av H2Station-kontrakten at varselet som ble gitt Oslo Børs tilknyttet denne, og de innsidelister som ble ført, også har omfattet den nært tilknyttede prosessen med å gjennomføre Emisjonen.

#### **4 Børsens vurdering**

##### **4.1 Informasjonsplikten for insideinformasjon**

Spørsmålet i saken er om Selskapet har publisert informasjonen om Emisjonen og H2Station-kontrakten rettidig, eller på korrekt måte har varslet Oslo Børs om beslutning om utsatt offentliggjøring.

Oslo Børs mener at både H2Station-kontrakten og Emisjonen utgjorde insideinformasjon på tidspunktet hvor disse ble børsmeldt den 30. januar 2019. Spørsmålet er om H2Station-kontrakten og Emisjonen utgjorde insideinformasjon før dette tidspunktet. Vurderingstemaet blir dermed om det var rimelig grunn til å forvente at noen av disse omstendighetene ville inntreffe på et tidligere tidspunkt, jf. vphl. § 3-2(2).

Overfor Oslo Børs har Selskapet anført at H2Station-kontrakten høyst sannsynlig ikke utgjorde insideinformasjon den 28. desember 2018 hvor rammeavtalen ble signert, men at man valgte å behandle saken som insideinformasjon av forsiktighetshensyn. Oslo Børs forstår Selskapet slik at H2Station-kontrakten trolig først utgjorde insideinformasjon kort tid før børsmeldingen den 30. januar, og at børsmeldingen således ble offentliggjort i samsvar med kravet i vphl. § 5-2. Forutsatt at Selskapets vurdering er korrekt, var det ikke påkrevd at Selskapet besluttet utsatt offentliggjøring, iverksatte listeføring og varslet Oslo Børs om beslutningen.

Oslo Børs mener det er grunn til å stille spørsmål ved om Selskapets vurdering av når H2Station-kontrakten utgjorde insideinformasjon er korrekt. Børsen vil fremheve at Selskapet opprettet innsidelisten knyttet til H2Station-kontrakten allerede den 2. januar 2019, og deretter varslet Oslo Børs om utsatt offentliggjøring den 4. januar 2019. Verken i innsidelisten eller ved varselet til Oslo Børs er det tatt forbehold om at forholdet ikke utgjorde insideinformasjon. Oslo Børs mener dette indikerer at Selskapet mente at forholdet utgjorde insideinformasjon allerede tidlig i januar 2019. Om Selskapets anførsel er korrekt betyr dette at Selskapet har feilinformert Oslo Børs når beslutningen om utsatt offentliggjøring ble meddelt børsen den 4. januar 2019. Dette er i seg selv kritikkverdig.

Som det fremgår ovenfor vil spørsmålet om Selskapet har opptrådt korrekt, både i relasjon til H2Station-kontrakten og Emisjonen, avhenge av om det var rimelig grunn til å forvente at disse omstendighetene ville inntreffe på et tidligere tidspunkt enn hhv. på formiddagen og på ettermiddagen den 30. januar 2019. Basert på fremstillingen Selskapet har gitt mener Oslo Børs det er grunn til å stille spørsmål ved Selskapets vurdering om at Emisjonen og H2Station-kontrakten ikke utgjorde insideinformasjon før den 30. januar 2019. I dette ligger ikke at Selskapet har visst med sikkerhet at disse omstendighetene ville inntreffe på et tidligere tidspunkt, men at Selskapet før den 30. januar 2019 hadde rimelig grunn til å forvente at dette kunne skje.

Til grunn for børsens vurdering ligger at Selskapet har opplyst at Emisjonen hadde nær sammenheng med H2Station-kontrakten. Dersom det ikke ble inngått slik kontrakt, ville det heller ikke være aktuelt å gjennomføre Emisjonen. Oslo Børs mener derfor at Selskapets forberedelser knyttet til

gjennomføringen av Emisjonen også må ses som et uttrykk for Selskapets forventninger knyttet til hvorvidt H2Station-kontrakten ville bli inngått.

Når Oslo Børs mener det er holdepunkter for at både Emisjonen og H2Station-kontrakten utgjorde innsideinformasjon før den 30. januar 2019, legger børsen vekt på at Selskapet og dets rådgivere har håndtert informasjonen om henholdsvis H2Station-kontrakten og Emisjonen som innsideinformasjon før den 30. januar 2019. Innsidelisten Selskapet opprettet den 2. januar 2019 ble fortløpende oppdatert i perioden frem til den 30. januar 2019, uten at det fremgår at listen ble ført av forsiktighetsgrunner. Slikt forbehold fremgår heller ikke av notifikasjonen Selskapet sendte til personer som løpende ble oppført på listen. Børsen finner det lite sannsynlig at Selskapet hadde iverksatt disse tiltakene dersom Selskapet mente at det ikke forelå realistisk mulighet for at H2Station-kontrakten ville materialisere seg, med andre ord at informasjon om kontrakten *ikke* utgjorde innsideinformasjon.

Når det gjelder Emisjonen har Selskapets hovedtilrettelegger startet listeføring før den 30. januar 2019. Det skal også nevnes at wall-crossing av første investor skjedde allerede den 15. januar 2019. Videre ble det inngått avtale med hovedtilrettelegger den 28. januar 2019. Samme dag sendes også utkast til protokoll for vedtakelse av rettet emisjon til styret. Oslo Børs mener at disse forholdene indikerer at Selskapet på dette tidspunktet så en klart tiltakende sannsynlighet for at H2Station-kontrakten ville bli endelig og at Emisjonen dermed ville bli gjennomført. Oslo Børs har imidlertid under sterk tvil valgt ikke å overprøve Selskapets anførsel om at Emisjonen og H2Station-kontrakten ikke utgjorde innsideinformasjon på dette tidspunktet.

Selskapet har forklart at Emisjonen ble vurdert å utgjøre innsideinformasjon etter at styret besluttet å iverksette arbeidet med gjennomføring av Emisjonen på formiddagen den 30. januar 2019. På grunn av sammenhengen mellom Emisjonen og H2Station-kontrakten mener Oslo Børs at også H2Station-kontrakten senest utgjorde innsideinformasjon på samme tidspunkt. Selskapet skulle senest på dette tidspunkt ha truffet beslutning om utsatt offentliggjøring vedrørende Emisjonen og H2Station-kontrakten, og varslet Oslo Børs om dette. Selskapet skulle også ha iverksatt listeføring fra samme tidspunkt i samsvar med vphl. § 3-5.

#### **4.2 Merknader til Selskapets informasjonshåndtering**

Selskapet har i angjeldende sak anført at H2Station-kontrakten trolig ikke utgjorde innsideinformasjon før den 30. januar 2019. Oslo Børs bør mener det i så fall er kritikkverdig at Selskapet varslet Oslo Børs om utsatt offentliggjøring den 4. januar 2019 uten tydelig å gjøre børsen oppmerksom på at Selskapet mente at forholdet ikke utgjorde innsideinformasjon, eller at det var tvil rundt dette spørsmålet.

Oslo Børs finner det også sterkt kritikkverdig at Selskapet ikke varslet Oslo Børs om styrets beslutning om å iverksette arbeidet med å gjennomføre Emisjonen på formiddagen den 30. januar 2019. Det alvorlige i denne situasjonen er at informasjon om Emisjonen ble spredd uten at Oslo Børs var informert og derfor ikke kunne gjennomføre intensivt overvåking av handelen i Selskapets aksje.

Kretsen av personer som fikk kunnskap om Emisjonen akselererte kraftig ut over formiddagen den 30. januar 2019 etter at styret hadde truffet sin beslutning. Før børsens stengetid samme dag var mer enn 60 personer hos én av tilretteleggerne informert om prosessen. Faren for misbruk eller spredning av innsideinformasjon øker med kretsen av personer som mottar informasjonen. At informasjon om en mulig emisjon deles med tilretteleggere og investorer i forkant av at en emisjon besluttes gjennomført er i seg selv ikke uvanlig. Det alvorlige i denne saken er at spredningen av informasjon skjedde uten at Oslo Børs var varslet om forholdet og gjennom dette kunne gjennomføre intensivt overvåking av handelen i Selskapets aksje.

Selskapet har på sin side anført at beslutningen om å gjennomføre Emisjonen var så nært tilknyttet prosessen med inngåelse av H2Station-kontrakten at man har ansett at varselet som ble gitt Oslo Børs om kontrakten også har omfattet prosessen med å gjennomføre en potensiell emisjon. Oslo Børs finner det nødvendig å knytte enkelte merknader til denne anførselen.

Det følger av bestemmelsen som pålegger utstedere å varsle Oslo Børs ved beslutning om utsatt offentliggjøring at utsteder skal gi børsen melding om forholdet, herunder opplyse om bakgrunnen for utsettelsen<sup>78</sup>. I dette ligger at børsen skal varsles om *det aktuelle forholdet som utgjør innsidainformasjon*. Dette for at børsen skal kunne utføre intensivt overvåking av angjeldende aksje i relasjon til det enkelte forhold som utgjør innsidainformasjon. Ved ikke å varsle Oslo Børs om beslutning om utsatt offentliggjøring vedrørende Emisjonen har selskapet forhindret børsen i å gjennomføre intensivt overvåking av Selskapets aksje i relasjon til Emisjonen. Det vil i denne sammenheng ikke være særlig relevant at børsen er varslet om en mulig kontraktsinngåelse, hvis informasjon presumtvt er egnet til å gi et positivt kursutslag for Selskapets aksje. Muligheten for et positivt kursutslag synes nettopp å ha vært Selskapets motivasjon for å koordinere gjennomføringen av Emisjonen med annonseringen av H2Station-kontrakten. Motsatt vil kunnskap om en emisjon kunne gi et negativt kursutslag. Et salgspress i Selskapets aksje på ettermiddagen den 30. januar 2019 ville derfor ikke ha fremstått som mistenkelig for Oslo Børs i forhold til varselet om utsatt offentliggjøring knyttet til H2Station-kontrakten.

## 5. Avsluttende merknader

Som det fremgår ovenfor har Oslo Børs under tvil valgt ikke å overprøve Selskapets vurdering av om prosessen rundt H2Station-kontrakten og Emisjonen utgjorde innsidainformasjon før den 30. januar 2019. Etter en samlet vurdering har Oslo Børs derfor valgt å avslutte saken med dette brevet.

Det er imidlertid børsens vurdering at Selskapet gjennom denne saken har vist mangelfull forståelse av sentrale regler om noterte selskapers informasjonsplikt og viktige bestemmelser i verdipapirhandelloven.

Oslo Børs finner grunn til å påpeke at Selskapet ved ikke å varsle Oslo Børs om beslutning om utsatt offentliggjøring vedrørende Emisjonen på formiddagen den 30. januar 2019 har overtrådt Løpende forpliktelser 3.1.2 (3), jf. verdipapirforskriften § 5-1. Oslo Børs finner det også kritikkverdig at Selskapet varslet børsen om beslutning om utsatt offentliggjøring knyttet til H2Station-kontrakten den 4. januar 2019 uten tydelig å gjøre Oslo Børs oppmerksom på at det var usikkert om forholdet utgjorde innsidainformasjon.

Reglene om noterte selskapers informasjonsplikt og krav til håndtering av innsidainformasjon er av vesentlig betydning for markedsaktørenes tillit til Oslo Børs som markeds plass og markedets tillit til selskapene notert på Oslo Børs' markeds plasser. En forutsetning for å ivareta markedets tillit er derfor at noterte selskaper har nødvendig forståelse av hva reglene innebærer og at de etterleves fullt ut.

Dersom selskaper notert på Oslo Børs' markeds plasser ikke på riktig tidspunkt identifiserer at et forhold utgjør innsidainformasjon, øker faren for at informasjonen kommer på avveie og med tilhørende fare for misbruk. Børsen vil også understreke at selskaper som av forsiktighetsgrunner velger å behandle et forhold som innsidainformasjon før forholdet utgjør innsidainformasjon må opptre med særskilt varsomhet. Dette gjelder særlig i relasjon til plikten til å føre innsideliste i samsvar med kravene i vhl. § 3-5, men også i relasjon til plikten om å varsle Oslo Børs når beslutning om utsatt offentliggjøring faktisk treffes. I forhold til førstnevnte finner børsen grunn til å

<sup>78</sup> Løpende forpliktelser pkt. 3.1.2 (3), jf. verdipapirforskriften § 5-1.

understreke at en konfidensialitetsliste opprettet av forsiktighetsgrunner før et forhold utgjør insideinformasjon ikke i seg selv vil oppfylle kravene til en innsideliste i vphl. § 3-5.

Det er heller ikke slik at en innsideliste som er opprettet i tilknytning til ett forhold nødvendigvis fritar utsteder fra å opprette en egen innsideliste dersom et nytt forhold oppstår. Dette gjelder selv om de aktuelle forholdene er nært knyttet til hverandre. Utsteder må i så fall nøye vurdere om innsidelisten som allerede er opprettet fullt ut tilfredsstillende kravene i vphl. § 3-5 hva angår det nye forholdet. Oslo Børs vil bemerke at innsidelisten NEL opprettet av forsiktighetsgrunner i tilknytning til H2Station-kontrakten ikke oppfylte kravene til listeføring verken i relasjon til sistnevnte eller til Emisjonen. Børsen vil også understreke at Selskapet, ved å behandle informasjonen som insideinformasjon på et tidlig tidspunkt av forsiktighetsgrunner, ikke fritas fra plikten til å vurdere når det faktisk oppstår insideinformasjon.

Viktigheten av at de noterte selskapene setter en tydelig grense for når de mener et forhold utgjør insideinformasjon har også en viktig side til forbudet mot insidehandel. Dersom Selskapet mener at informasjon knyttet til forholdene i foreliggende sak ikke utgjorde insideinformasjon før på formiddagen den 30. januar 2019, innebærer dette at Selskapet i prinsippet mener det var lovlig å handle på informasjonen forut for dette tidspunktet. For børsen er det en åpenbar brist i denne vurderingen at H2Station-kontrakten har vært behandlet som insideinformasjon på et langt tidligere tidspunkt.

Det gjøres oppmerksom på at børsen kan benytte dette brevet som veiledning til andre markedsaktører blant annet ved å publisere brevet på Oslo Børs hjemmeside, og ved å henvise til brevet i veiledningen til Løpende forpliktelser.

### **3.2.6 Lavo TV AS - Merkur Market klagenemnds avgjørelse, 22.08.2019**

Avgjørelse av 22. august 2019 av klage fra Lavo.tv AS over Oslo Børs' beslutning av 17. juni 2019 om å ilegge Lavo.tv AS overtredelsesgebyr for brudd på informasjonsplikten i reglene for Merkur Market i forbindelse med selskapets likviditetssituasjon og uenighet med långiver i desember 2018 og januar 2019, samt overtredelse av øvrige plikter.

#### **1. Klagesaken og klagenemndens kompetanse og sammensetning**

Oslo Børs ASA («Oslo Børs» eller «børsen») fattet den 17. juni 2019 følgende vedtak:

*«For vesentlig brudd på plikten til å melde insideinformasjon til markedet etter Løpende forpliktelser for selskaper tatt opp til handel på Merkur Market punkt 3.1.1 (1), ilegges Lavo.tv AS et overtredelsesgebyr på 300.000,- kroner, jf. Løpende forpliktelser punkt 12.3 (2) og (3).»*

Lavo.tv AS («Lavo» eller «selskapet») påklaget overtredelsesgebyrets størrelse i brev av 1. juli 2019. Klagen er rettidig fremsatt.

Oslo Børs fant ikke grunn til å omgjøre sin beslutning og klagen ble oversendt til Merkur Market klagenemnd («klagenemnden» eller «nemnden») for avgjørelse etter Løpende forpliktelser punkt 14. Klagenemndens frist for å avgjøre klagen er fire uker fra klagenemnden mottok saken, jf. Mandat og prosedyre for Merkur Market klagenemnd («Prosedyreregulene») punkt 5.

Klagenemnden mottok saken ved oversendelse fra Oslo Børs 29. juli 2019.



Klagenemnden er klageinstans for beslutninger fattet av Oslo Børs etter nærmere fastsatte bestemmelser i Løpende forpliktelser for selskaper tatt opp til handel på Merkur Market, herunder beslutning om overtredelsesgebyr etter Løpende forpliktelser punkt 12.3 jf. punkt 14. Nemnden kan prøve alle sider ved saken jf. Løpende forpliktelser punkt 14 (2), men nemndens kompetanse er likevel begrenset til enten å opprettholde beslutningen eller å avgjøre saken til gunst for den klagende part. Nemnden kan altså ikke på selvstendig grunnlag treffe beslutninger som er mer inngripende for selskapet enn det børsens beslutning er. Klagenemndens avgjørelser er rådgivende for Oslo Børs, jf. Prosedyrereglene punkt 2, men nemnden legger til grunn at det skal mye til for at børsen ikke følger nemndens avgjørelser.

Klagenemnden har behandlet saken i møte 16. august 2019. Ved klagebehandlingen har nemnden hatt tilgang til all relevant informasjon i saken.

Ved nemndens behandling deltok Camilla Nyhus-Møller (leder), Morten Brundtland og Kjersti T. Trøbråten (vara).

## **2. Om selskapet**

Lavo er et norsk aksjeselskap opprettet i 2013. På Oslo Børs' hjemmeside beskriver selskapet seg som følger: Lavo utvikler innovative mobil-løsninger for TV-bransjen og samarbeider i dag bl.a. med MTG Group om tilpasning av tjenester til et marked i stor endring. Lavo sin mobil-applikasjon ble forhåndslansert i 2017 og tilbyr i dag utvalgte sports- og underholdningsklipp.

Lavo ble tatt opp til handel på Merkur Market 20. juni 2018.

Ifølge børsens vedtak har selskapets aksjekurs falt om lag 93% fra første handelsdag og frem til selskapet ble suspendert fra handel 22. januar 2019. Suspensjonen ble opphevet 31. mai 2019.

## **3. Bakgrunn**

### **3.1. Sakens bakgrunn**

Basert på informasjon innhentet fra selskapet i forbindelse med børsens undersøkelser, ga børsen i sitt vedtak av 17. juni 2019 en detaljert beskrivelse av hendelsene i tilknytning til selskapets vanskelige likviditetssituasjon og korrespondanse og tvist med långiver European High Growth Opportunities Securitization Fund gjennom Alpha Blue Ocean Advisors Ltd. (fondet og Alpha Blue Ocean Advisors Ltd. omtales i det etterfølgende samlet som «ABO» eller «långiver».) Klager har ikke bestridt faktum slik dette er lagt til grunn av Oslo Børs.

Før børsåpning 8. januar 2019 publiserte selskapet en børsmelding hvor innkalling til ekstraordinær generalforsamling som skulle avholdes 18. januar 2019 ble vedlagt. Av punkt 4 på agendaen fremgikk:

*«Egenkapitalen antas å være lavere enn forsvarlig ut fra risikoen ved og omfanget av virksomheten i selskapet. Styret foreslår derfor at selskapet oppløses og avvikles.»*

Det ble ikke gitt noen nærmere beskrivelse av bakgrunnen for forslaget verken i børsmeldingen eller i innkallingen. Fra børsåpning 8. januar 2019 falt aksjekursen markant, og endte ned med 70,0% denne dagen sammenlignet med sluttkurs 7. januar 2019.

Senest 6. november 2019 sendte selskapet en børsmelding hvor det ble oppgitt at den betydelige nedgangen i selskapets aksjekurs ikke kunne forklares med selskapets økonomiske stilling eller utviklingen i driften av Lavo.

I samme periode har selskapet prøvd å reforhandle låneavtalen («Convertible Note Facility») med ABO, både avtalens vilkår for allerede utbetalte lån og en økning av lånebeløpet. Partene var uenige om vilkårene for å konvertere allerede utbetalte lån til aksjer i selskapet. ABO varslet selskapet 14. januar 2019 om at de ville ta rettslige skritt for (i) å kreve å få konvertert ca. NOK 5 millioner til aksjer og (ii) be om midlertidig forføyning for å forhindre at styrets forslag til den ekstraordinære generalforsamlingen om å oppløse og avvikle selskapet skulle kunne finne sted før konverteringen hadde blitt gjennomført.

Retten behandlet ABO sitt krav 18. januar 2019. Samme dag og etter at den ekstraordinære generalforsamlingen var gjennomført, sendte selskapet en børs melding hvor det fremkom:

*«Lavo.tv AS har mottatt tilbud om finansieringsbistand fra eksisterende forbindelser og har innledet forhandlinger. Den ekstraordinære generalforsamlingen i selskapet har på denne bakgrunn vedtatt å ikke beslutte oppløsning av selskapet.»*

### **3.2. Børsens undersøkelser**

Oslo Børs iverksatte nærmere undersøkelser og forespurte Lavo i brev 30. januar 2019 om en redegjørelse for selskapets informasjonshåndtering i perioden fra 6. november 2018 til 20. januar 2019. Børsen mottok selskapets kommentarer i brev datert 6. februar 2019. Børsen ba om ytterligere kommentarer og dokumentasjon i e-poster til selskapet 14. februar 2019 og 1. mars 2019, som ble besvart av selskapet i brev med vedlegg datert hhv. 19. februar 2019 og 6. mars 2019.

Oslo Børs sendte deretter for kontradiksjon en e-post til selskapet 29. april 2019 hvor børsen informerte selskapet om sin foreløpige vurdering av saken og forhåndsvarsel om vedtak. Selskapet avga sitt tilsvarende innen fristen i brev datert 15. mai 2019.

### **4. Rettslig grunnlag**

Reglene i Løpende forpliktelser gjelder for selskaper som har aksjer tatt opp til handel på Merkur Market.

Løpende forpliktelser punkt 12.3 (2) og (3) regulerer Oslo Børs' adgang til å ilegge overtredelsesgebyr. Bestemmelsen i punkt 12.3 (2) fastsetter at børsen kan ilegge overtredelsesgebyr ved «*vesentlige brudd*» på reglene for Merkur Market. Det er altså bare kvalifiserte regelbrudd som kan sanksjoneres med overtredelsesgebyr.

Det følger av Løpende forpliktelser punkt 12.3 (3) nr. 2 at overtredelsesgebyr maksimalt kan utgjøre NOK 1 million «*for hver overtredelse*». Det fremgår videre at det ved utmålingen av overtredelsesgebyr «*skal vektlegges selskapets markedsverdi og økonomiske stilling, samt overtredelsens alvor og karakter forøvrig*».

Selskapet har ikke påklaget den delen av vedtaket som konkluderer med at det foreligger grunnlag for børsen å ilegge et overtredelsesgebyr. Ved fastsettelsen av overtredelsesgebyret skal det legges vekt på «*overtredelsens alvor og karakter*». Klagenemden vil derfor måtte vurdere alvorlighetsgraden av de overtredelsene som er begått.

Reglene om selskapets løpende informasjonsplikt, herunder plikten til uoppfordret og umiddelbart å offentliggjøre innsideinformasjon, fremgår av Løpende forpliktelser punkt 3.1. Reglene om innsideinformasjon i Løpende forpliktelser punkt 3.1 speiler verdipapirhandellovens bestemmelser på dette området, jf. Løpende forpliktelser punkt 3.

## **5. Børsens vedtak**

Børsen fattet 17. juni 2019 vedtak som referert under punkt 1.

Oslo Børs har i sitt vedtak lagt til grunn at selskapet hadde innsideinformasjon ved to anledninger:

1. I styremøte 20. desember 2018 vurderte styret at selskapet var i en alvorlig økonomisk situasjon, da det var en reell fare for ikke å få tilført tilstrekkelig kapital fra ABO til å dekke selskapets finansielle forpliktelser. Styret besluttet å initiere en hasteprosess for å undersøke alternative finansieringsmuligheter. Oslo Børs har konkludert med at selskapet senest på dette tidspunktet hadde presise opplysninger som var egnet til å påvirke kursen merkbart og som ikke var offentlig tilgjengelig eller allment kjent og at denne informasjonen skulle enten vært utlignet i markedet, subsidiært skulle selskapet ha besluttet utsatt offentlighet og informert børsen om et slikt vedtak. Oslo Børs har også konkludert med at børsmeldingen som ble sendt 8. januar 2019 hvor det ble innkalt til ekstraordinær generalforsamling med forslag om å oppløse og avvikle selskapet uten videre dokumentasjon og begrunnelse ikke kan anses å ha oppfylt informasjonsplikten vedrørende den innsideinformasjonen selskapet på det tidspunktet hadde.

2. Oslo Børs har videre konkludert med at selskapet hadde innsideinformasjon da selskapet fikk varsel 14. januar 2019 om at ABO, som også var selskapets største aksjonær, hadde iverksatt rettslige skritt for både å hindre selskapets generalforsamling i å beslutte oppløsning og avvikling, samt å få rettens medhold i at ABO hadde rett til å konvertere tidligere utbetalte lån på ca. NOK 5 millioner til aksjer i selskapet. Oslo Børs har konkludert med at selskapet på dette tidspunktet hadde presise opplysninger som var egnet til å påvirke kursen merkbart og som ikke var offentlig tilgjengelig eller allment kjent og at denne informasjonen skulle vært utlignet i markedet. Oslo Børs stiller seg tvilende til at det forelå en legitim interesse for selskapet i å benytte utsatt offentliggjøring.

I tillegg har selskapet unnlatt å rettidig oppdatere sin finansielle kalender, primærinnsideroversikten og relevante selskapsopplysninger.

## **6. Klagers anførsler**

Lavo har i brevet av 1. juli 2019 akseptert at selskapet har begått feil og at det er grunnlag for å ilegge selskapet et overtredelsesgebyr, men har påklaget gebyrets størrelse. Selskapet har i hovedsak anført følgende:

Lavo er et tidligfaseselskap som har vært gjennom en svært krevende prosess. Til tross for manglende penger og ressurser har selskapet gjort sitt ytterste for å overholde regelverket. Selskapet har i prosessen vært bistått av advokat.

Selskapets gründer har hatt en annen agenda enn selskapets formelle ledelse, noe som har medført uheldige og kritikkverdige medieutspill.

Selskapets styre og ledelse har hatt som hovedmål å redde selskapet, og det har nå blitt bedre rutiner.

I lys av ovenstående og at selskapet fortsatt har svært begrensede ressurser, anfører selskapet at et overtredelsesgebyr på NOK 300 000 er uforholdsmessig.

Lavo påstår at overtredelsesgebyret må settes lavere enn NOK 300 000.

## **7. Børsens merknader til klagen**

Børsen har besluttet å fastholde sitt vedtak av 17. juni 2019 og har i oversendelsesbrevet til klagenemnden datert 29. juli 2019 fremhevet at børsen mener at overtredelsene i saken er vesentlige og at det er skjerpende at saken omfatter flere brudd på Løpende forpliktelser over en relativt kort tidsperiode.

Oslo Børs kan ikke se at det skal legges betydelig vekt på at selskapet har befunnet seg i en krevende situasjon og har hatt begrensede ressurser. Børsen mener videre at det er skjerpende at innsideinformasjonen har blitt utlignet gjennom medieoppslag ved flere anledninger av personer som må anses å være identifisert med selskapet.

Ved fastsettelsen av overtredelsesgebyret, har børsen sett hen til selskapets lave markedsverdi og økonomiske stilling og mener at gebyret er betydelig lavere enn hva bruddene på regelverket isolert sett skulle tilsi.

## **8. Klagenemndens vurdering**

Med utgangspunkt i børsens beslutning om overtredelsesgebyr og klagen fra Lavo, legger klagenemnden til grunn at grunnlaget for sanksjonen er uomtvistet, og klagenemnden kun skal vurdere om det ilagte gebyret er fastsatt for høyt.

I favør av selskapet har Børsen valgt å se på bruddene som ett samlet forhold selv om dette ikke er åpenbart. Klagenemnden har ikke kompetanse til å overprøve dette.

Klagenemnden bemerker at bestemmelsen i punkt 12.3 (3) nr. 2 fastsetter rammen for overtredelsesgebyr og nevner momenter som skal inngå i helhetsvurderingen for utmålingen av overtredelsesgebyr. Bestemmelsens angivelse av momenter er ikke uttømmende. Det må være anledning for børsen til også å legge vekt på andre momenter som kan si noe om overtredelsens betydning for handelen med aksjen på markedsplassen, herunder for eksempel varigheten av overtredelsen eller om selskapet selv har oppdaget overtredelsen og av eget tiltak rettet opp i den. Det er også slik at vekten av momentene vil kunne variere fra sak til sak. Normalt vil overtredelsens grovhet være det mest sentrale momentet i vurderingen av overtredelsesgebyrets størrelse. Ved særlig grove overtredelser vil det kunne ilegges maksimalt overtredelsesgebyr, selv om øvrige momenter skulle trekke i retning av et lavere gebyr.

Klagenemnden bemerker at hensynene til åpenhet og transparens på Merkur Market er de samme som på en regulert markedsplasse. Selv om Lavo ikke har en lovmessig forpliktelse til å følge verdipapirhandelens regler om informasjonsplikt, er selskapet i realiteten underlagt de samme forpliktelsene gjennom de vedtatte reglene for Merkur Market. Forpliktelsen til å offentliggjøre innsideinformasjon er en grunnleggende forutsetning for at alle markedsaktører skal kunne foreta en riktig prising av finansielle instrumenter. Plikten til å dele innsideinformasjon med markedsaktørene er også forebyggende for å hindre markedsmissbruk som innsidehandel. Prinsippet er helt sentralt i vernet av den tillit markedsplassen er avhengig av.

Det har kun blitt ilagt overtredelsesgebyr til selskaper notert på Merkur Market ved to tidligere anledninger: (i) Oxy Group PLC hvor nemnden opprettholdt et overtredelsesgebyr på NOK 1 million for ikke å ha oppgitt informasjon om konverteringsavtale med aksjonærer i selskapets opptaksdokument. På grunn av risikoen for at det kunne bli utstedt et stort antall aksjer til betydelig underkurs, ble dette ansett som innsideinformasjon. Denne informasjonen ble heller ikke offentliggjort etter at selskapet ble tatt opp til handel og bidro således til en potensiell feilprising av selskapets aksjer i en lengre periode. (ii) Sino Agro Food Inc. ble i november 2018 ilagt et overtredelsesgebyr på NOK 700 000 for blant annet manglende offentliggjøring av

insideinformasjon om selskapets forpliktelse til å utstede og utstedelse av aksjer som sikkerhet for ulike gjeldsforpliktelser. Dette vedtaket ble ikke påklaget. Informasjonen i disse to sakene ble offentliggjort henholdsvis 7,5 måneder og i overkant av ett år for sent.

I likhet med børsen, ser klagenemnden svært alvorlig på det tillitsbruddet som selskapets mangelfulle informasjon til markedet om dets likviditetssituasjon og den rettslige tvist med långiver representerer.

Lavo anfører at det er et tidligfaseselskap som har vært gjennom en svært krevende prosess og at de til tross for manglende penger og ressurser har gjort sitt ytterste for å overholde regelverket. Nemden vil bemerke at det nettopp er når selskapet er i en krevende og ekstraordinær prosess at selskapet må være ytterst oppmerksom på når informasjonsplikten inntreffer. Det vil ofte være den krevende situasjonen som gjør at selskapet kommer i innsideposisjon. Ved opptaket av selskapet til Merkur Market, har selskapet forpliktet seg til å følge de Løpende forpliktelsene og manglende penger og ressurser til å etterleve disse kan ikke være en unnskyldningsgrunn.

Selskapet har videre anført at selskapets gründer har hatt en annen agenda enn selskapets formelle ledelse, noe som har medført uheldige og kritikkverdige medieutspill. Nemden er enig med Oslo Børs i at markedet ikke har fått noen indikasjoner på at selskapets gründer ikke er å identifisere med selskapet. Selskapets gründer har stått som kontaktperson på de børsmeldinger som er sendt i den relevante perioden. Det bemerkes av nemden at selskapets gründer faktisk har bidratt til å opplyse markedet om selskapets faktiske situasjon, selv om deler av denne informasjonen i henhold til Løpende forpliktelser skulle ha vært sendt i form av børsmeldinger.

Klagenemnden kan ha forståelse for at sanksjonen oppleves som urimelig av dem som i dag sitter i selskapets ledelse og ønsker å rydde opp, men hensynet til et velfungerende marked gjør det nødvendig å reagere når klare brudd på regelverkets informasjonsplikt kan konstateres. Bruddene her er ikke bestridt. Kravene i Løpende forpliktelser påhviler selskapet som sådan, uavhengig av hvilke styrende krefter som dominerer selskapet til enhver tid. Se tilsvarende i Børsklagenemndens Sak 3/2013 side 8-9:

*Dersom man ved illeggelse og utmåling av overtredelsesgebyr skulle begynne å ta hensyn til individuelle forhold hos enkeltpersoner i styre og ledelse, ville praktiseringen av regelverket og bruk av de sanksjoner som er tilgjengelige, bli problematisk i forhold til formålet med sanksjonene. Sanksjonene er innført for å ha effektive virkemidler mot brudd på regelverket, noe som er nødvendig for å opprettholde markedets tillit til det regulerte marked.*

Nemden tiltrer denne vurderingen.

Det fremkommer av børsens vedtak at selskapets økonomiske situasjon er vurdert i forbindelse med utmålingen. I perioden saken omfatter, har selskapets økonomiske stilling vært presset og selskapet har ikke hatt likvide midler til å gjøre opp sine finansielle forpliktelser. Etter at restruktureringen av Lavo ble vedtatt av selskapets generalforsamling 7. juni 2019, har selskapet konvertert tidligere gjeld til aksjer og inngått ny ettårig låneavtale som vil tilføre selskapet NOK 7,5 millioner. Oslo Børs har videre lagt vekt på at også etter gjennomføringen av restruktureringen er selskapets tilgang på likvide midler begrenset og markedsverdien av selskapet er fremdeles lav.

Nemden er enig med Oslo Børs i at antall og type brudd og periodens lengde isolert sett skulle tilsi et høyere overtredelsesgebyr enn det som er blitt ilagt. Nemden mener at Oslo Børs har lagt vesentlig

vekt på selskapets økonomiske situasjon ved fastsettelsen av gebyret og det fremstår på ingen måte som uforholdsmessig.

Nemnden har etter dette kommet til at det *ikke* er grunnlag for å redusere overtredelsesgebyret som Oslo Børs har ilagt Lavo.

Samlet sett er det klagenemndens vurdering at Oslo Børs' beslutning om å ilegge Lavo et overtredelsesgebyr på NOK 300 000, må opprettholdes.

Avgjørelsen er enstemmig.

#### **Avgjørelse:**

Oslo Børs ASAs vedtak av 17. juni 2019 om ileggelse av overtredelsesgebyr på NOK 300 000 til Lavo.tv AS opprettholdes.

### **3.3 Periodisk informasjonsplikt – regnskapsrapportering**

#### **3.3.1 Offentliggjøring av regnskapsinformasjon på egne nettsider, brev 18.01.2019**

##### **1 Innledning**

Oslo Børs er kjent med tilfeller det siste året hvor uvedkommende har fått tilgang til regnskapsrapporter fra nettsidene til selskaper notert på børsens markedsplasser før de er offentliggjort i børsmelding.

Oslo Børs ser alvorlig på at enkeltaktører får tilgang til regnskapsinformasjon før markedet for øvrig. Et velfungerende kapitalmarked kjennetegnes av at markedsaktørene kan ha tillit til at alle får tilgang til regnskapsinformasjon samtidig.

Hensikten med dette brevet er å løfte frem gjeldende bestemmelser og minne om børsens tidligere kommuniserte forventninger, som fortsatt gjelder. Målet er å unngå fremtidige hendelser hvor uvedkommende får tilgang til regnskapsinformasjon fra selskapenes nettsider før offentliggjøring i børsmelding.

##### **2 Eksempler**

Børsen er kjent med selskaper som over flere år har hatt en forutsigbar systematikk i linken på nettsidene hvor regnskapsrapportene legges ut. Dermed kan linken for regnskapsrapporten for neste periode enkelt forutsees. Uvedkommende har så testet den antatte linken for neste regnskapsrapport i forbindelse med den annonserte offentliggjøringsdatoen og fått tilgang til regnskapsrapporten før den er offentliggjort i børsmelding.

Andre selskaper har knyttet en vilkårlig kode på flere siffer til linken for sine respektive regnskapsrapporter for å unngå systematikk som enkelt kan forutsees. Likevel har uvedkommende benyttet algoritmer som raskt tester alle sifferkombinasjoner og gjennom dette fått tilgang til regnskapsrapporten før den er offentliggjort i børsmelding.

De aktuelle selskapene i tilfellene beskrevet ovenfor har alle mottatt kritikk fra Oslo Børs for manglende sikring av regnskapsinformasjonen, og blitt rapportert til Finanstilsynet.

### 3 Kravene til håndtering av regnskapsinformasjon

Verdipapirhandelloven har krav om at innsideinformasjon ikke kan deles med uvedkommende.<sup>79</sup> Regnskapsopplysninger vil regelmessig kunne utgjøre innsideinformasjon.

I tillegg følger det av børsens løpende forpliktelser pkt. 4.1<sup>80</sup> at selskapet skal sørge for at ingen uvedkommende får tilgang til opplysninger som omfattes av regnskapsrapportering før offentliggjøring. Denne bestemmelsen gjelder uavhengig av om de aktuelle opplysninger er å anse som innsideinformasjon.

I brev av 15. juni 2016 om samme tema understreket børsen at det ikke kan anses som tilbørlig aktsom informasjonshåndtering når innsideinformasjon gjøres tilgjengelig på selskapenes nettsider med en sperre som relativt enkelt kan omgås av uvedkommende. Selskapene ble i brevet oppfordret til å gjennomgå sine rutiner på området. Børsen forventet at informasjonspliktig informasjon ble håndtert tilbørlig av selskapene og forsvarlig sikret på selskapenes nettsider før offentliggjøring. Brevet er vedlagt.

### 4 Avsluttende bemerkninger

Ansvar for tilbørlig håndtering av regnskapsinformasjon ligger hos selskapene. Dette aktualiseres når selskapene skal offentliggjøre regnskapsrapporter på egne nettsider. Oslo Børs mener det er utilstrekkelig i forhold til de nevnte bestemmelser og forventninger hvis regnskapsrapporter legges ut på egne nettsider med en link som enkelt kan forutsees av uvedkommende med eller uten bruk av algoritmer, som illustrert i eksemplene over. Oslo Børs vil normalt rapportere overtredelser av bestemmelsene om behandling av innsideinformasjon til Finanstilsynet.

I lys av at Oslo Børs er kjent med flere tilfeller knyttet til samme problemsstilling, finner børsen det nødvendig å gjenta fokuset på de aktuelle bestemmelsene og forventninger til selskapene for å unngå liknende saker i fremtiden. Dette som ett ledd i å ivareta tilliten til markedet i sin helhet.

## 3.3.2 Siem Industries INC. – Violation of disclosure obligations, 23.09.2019

### 1 Introduction

Siem Industries Inc. (the “**Company**”) is subject to the Oslo Stock Exchange Bond rules (the “**Bond Rules**”) as the issuer of an exchangeable bond (the “**Bond**”<sup>81</sup>) listed on the Oslo Stock Exchange. The Company has violated the deadlines in the Bond Rules for timely disclosure of the audited annual report for 2018, the unaudited half year report for period 1 January – 30 June 2018 (“H1-2018”) and the unaudited half year report for the period 1 January – 30 June 2019 (“H1-2019”).

The Company has an extensive history for similar violations of these deadlines which have been addressed by the Oslo Stock Exchange in bilateral letters.

The Oslo Stock Exchange considers the Company’s failure to make the audited annual report for 2018 public within four months after the end the financial year and the failure to make the half yearly financial reports for H1-2018 and H1-2019 within two months after the end of the period as material breaches to the Bond Rules. The Exchange has decided to impose a violation charge pursuant to section 8.4 (1) of the Bond Rules.

<sup>79</sup> Jf. vphl. § 3-4 (2). Bestemmelsen er også referert til i de løpende forpliktelsene for noterte selskaper og selskaper notert på Merkur Market og Obligasjonsreglene. En likelydende bestemmelse er også inntatt i ABM reglene pkt. 3.2.1.3.

<sup>80</sup> Tilsvarende bestemmelse i løpende forpliktelser for selskaper notert på Merkur Market pkt. 4.1, i Obligasjonsreglene pkt. 3.6.1 og ABM reglene pkt. 3.4.1

<sup>81</sup> ISIN NO 0010766546, ticker SIEIN03.

## 2 The factual circumstances of the case

### 2.1 About the Company and the Bond

The Company is incorporated in the Cayman Islands, and has executive offices in George Town, Cayman Islands<sup>82</sup>.

The Company is a diversified industrial holding company that operates through autonomous affiliates. The Company holds interests in several industrial areas including the oil and gas services industry and renewable energy sector, ocean transportation of refrigerated cargoes and automobiles, potash-mining, shipbuilding and finance, which includes loans and guarantees, specialist credit advisory services and investments<sup>83</sup>.

The Bond was listed on the Oslo Stock Exchange 3 November 2016. The Bond is a senior secured bond exchangeable into common shares of Subsea 7 S.A, a company with listed shares on the Oslo Stock Exchange. Selected characteristics of the Bond<sup>84</sup>:

Table 1

Issue date	2 June 2016
Maturity date:	2 June 2021
Outstanding balance:	EUR 250 million
Denomination per unit:	EUR 100 000
Coupon rate:	2,25 % p.a.

The Company has been subject to the Bond Rules over a longer period of time as bonds previously issued by the Company has also been listed on the Oslo Stock Exchange. The Company has had bonds<sup>85</sup> listed on the Oslo Stock Exchange from 16 July 2007 to 7 September 2011 and from 12 September 2012 to 4 April 2017. Throughout this period, the Exchange has addressed the late financial reporting by the Company several times. See table 2 below for details.

### 2.2 The Company's financial reporting

The Company made their unaudited financial report for the six months ended 30 June 2018 public in a stock exchange announcement on 17 September 2018<sup>86</sup>. This report was made public 17 days after the expiration of the deadline, as stipulated in the Bond Rules.

The Company communicated in a stock exchange announcement on 7 May 2019<sup>87</sup> that their 2018 annual report would be made available on the Company's website on or about 30 May 2019. The audited annual report for 2018 was made public in a stock exchange announcement on 13 June 2019<sup>88</sup>, 1 month and 13 days after the expiration of the deadline, as stipulated in the Bond Rules.

As of the date of this document, the Company has not published the financial report for the six-month period ended 30 June 2019 ("H1-2019"), as required by the Bond Rules at the latest two months after the relevant period. Thus, another breach to the Bond Rules has been established and is ongoing. The Company has not communicated to the market or the Exchange when the Q2-2019 report can be expected.

---

<sup>82</sup> [www.siemindustries.com/about-us](http://www.siemindustries.com/about-us)

<sup>83</sup> The Company's annual report 2018

<sup>84</sup> Prospectus and Loan agreement: [https://www.oslobors.no/ob\\_eng/markedsaktivitet/#/details/SIEIN03.OSE/data](https://www.oslobors.no/ob_eng/markedsaktivitet/#/details/SIEIN03.OSE/data)

<sup>85</sup> ISIN NO 0010372766, ticker SIEIN01 and ISIN NO 0010657968, ticker SIEIN02.

<sup>86</sup> <https://newsweb.oslobors.no/message/459612>

<sup>87</sup> <https://newsweb.oslobors.no/message/476208>

<sup>88</sup> <https://newsweb.oslobors.no/message/479236>



The Oslo Stock Exchange has in previous correspondence with the Company addressed their overdue historical financial reporting, as summarized in table 2. This is exemplified in the publication “Decisions and Statements 2016<sup>89</sup>”.

Table 2

Financial report	Disclosure date	Overdue
FY 2017	12.06.2018	43 days
H1 2017	25.09.2017	25 days*
H1 2016	01.09.2016	1 day
FY 2015	02.05.2016	2 days
H1 2015	04.09.2015	4 days
H1 2014	15.09.2014	14 days**
H1 2013	09.09.2013	9 days

\*The Company's office building was closed due to hurricane/flooding in Houston

\*\* The deadline is prolonged due to 31 August being a Sunday.

The Exchange has also addressed similar breaches by the Company before 2013. However, for the purposes of this case we limit the summary of historical breaches to the period presented in Table 2.

### 3 Legal background

According to the Bond Rules section 3.6.2 (1) a borrower must make public annual reports in accordance with Section 5-5 of the Securities Trading Act and related regulations and in accordance with the provisions laid down in the Bond Rules. Section 3.6.2 (2) of the Bond Rules states that a borrower must make public a half-yearly report for the first six months of the financial year in accordance with Section 5-6 of the Securities Trading Act and related regulations and in accordance with the provisions laid down in the Bond Rules. The third subsection of this provision states that the first and second paragraph shall also apply to a borrower that only issues bonds with denomination per unit of at least EUR 100 000, which is the case for the Company.

Pursuant to the Bond Rules section 3.6.5 (1) the half yearly financial report shall be made public as soon as possible after the end of the relevant period, but at the latest two months thereafter. According to section 3.6.5 (3) of the Bond Rules an exemption from the first paragraph, first sentence, may be granted for a borrower that only issues bonds with denomination per unit of at least EUR 100 000 or the equivalent amount in another currency.

Pursuant to the Bond Rules section 3.6.6 (1) the annual financial report shall be made public at the latest four months after the end of each financial year. Section 3.6.6 (2) states that the annual financial report shall be made public immediately it has been approved by the board of directors or equivalent corporate body. The Oslo Stock Exchange may grant an exemption from the first sentence if called for by special circumstances.

The Bond Rules section 3.6.5 (1) and 3.6.6 (1) are equivalent to similar provisions in the Securities Trading Act.

According to the Bond Rules section 8.4 (1), in the event of breaches to these provisions of the Bond Rules, the Norwegian Financial Supervisory Authority (Nw: Finanstilsynet) may impose a violation charge when the borrower has at least one loan listed with denomination per unit below 100 000 euro. Oslo Stock Exchange may impose violation charge in the event of breaches to the same

<sup>89</sup> [https://www.oslobors.no/ob\\_eng/Oslo-Boers/Regulations/Decisions-and-statements](https://www.oslobors.no/ob_eng/Oslo-Boers/Regulations/Decisions-and-statements) - Circulars, decisions and statements 2016, section 4.4.4, p. 176

sections of the Bond Rules in cases where the borrower only has listed loans with a denomination per unit of at least 100 000 euro.

According to the Bond Rules section 8.4 (3) a violation charge shall be fixed in accordance with the following rules:

- 1** The charge imposed on a borrower or a guarantor may not exceed 10 times the annual listing fee for each violation which may attract a violation charge, calculated on the basis of the latest invoiced total annual listing fee for the bond loan to which the violation refers.
- 2** The borrower or guarantor shall be informed that the imposition of a violation charge is under consideration and of the circumstances on which this is based. The borrower or guarantor shall have at least one week to give its views before Oslo Børs reaches a decision.

According to the Bond Rules section 8.4 (4) a borrower or guarantor upon which a violation charge is imposed shall be notified in writing of the decision, and the grounds for the decision shall be set out in the notification. Moreover, information shall be provided on the right to appeal to the Stock Exchange Appeals Committee, the time limit for making an appeal and the procedure for appeal.

#### **4 The Company's account of the matter**

In the process of investigating the breaches of the Bond Rules related to the late publication of the H1-2018 and H1-2019 reports and the annual audited report for 2018, the Oslo Stock Exchange has received two accounts of the matter from the Company. The Company's first account is a letter dated 19 June 2019<sup>90</sup> and is a response to e-mails from the Exchange of 4 June and 19 June 2019<sup>91</sup> where the two breaches are initially addressed. The Company's second account is a letter dated 1 September 2019<sup>92</sup> and is a response to the Exchange's notification that the imposition of a violation fee is under consideration<sup>93</sup>, cf. the Bond Rules section 8.4 (3) no.2. The Company's two accounts focuses on the following reasons for the late publications:

- The Company has a complicated consolidation process which presents a number of technical accounting issues which require assessment and resolution and acceptance by the auditors.
- The Group Accounting function has not expanded at the same rate as the number of subsidiaries and the complexity of the accounting structure. The hiring of a former PwC partner is an attempt to remedy the situation.
- The Company purchased the German shipyard Flensburger Schiffbau – Gesellschaft mbH & Co. KG ("FSG") in 2014, and it became a significant subsidiary for one of the subsidiaries of the Company. Since then, the times has been financially challenging and the Company has injected substantial amounts in equity and loans to maintain operations, and this has caused delays in the reporting of the financial accounts from FSG to the Company.
- Furthermore, the Company argues that there have been many factors beyond their control that have caused the delayed financial reporting. In this regard, the Company refers to:

---

<sup>90</sup> Attachment 1: Siem Industries Inc. letter dated 19 June 2019 and corresponding e-mail.

<sup>91</sup> Attachment 2: E-mails from the Oslo Stock Exchange to Siem Industries Inc. dated 4 and 19 June 2019 "2018 annual report"

<sup>92</sup> Attachment 3: Siem Industries Inc. letter dated 1. September 2019 "Re: Siem Industries Inc.- Waiver in relation to imposition of a violation fee for the late submission of the annual report for 2018" and corresponding e-mail

<sup>93</sup> Attachment 4: E-mails from the Oslo Stock Exchange to Siem Industries Inc. dated 16 and 23 August 2019 "Siem Industries Inc – Advance notification of possible violation fee for breaches to the Oslo Stock Exchange Bond Rules", including the Company's response by e-mail on 23 August 2019.

- change in auditor
  - creditors not willing to renew guarantees on loan facilities
  - processes related to bringing in new investors in FSG.
- PwC became the new auditor for the fiscal year 2018, and the Company believes that this appointment will over time improve the accounting and audit function of FSG in the long term.
  - During the process of consolidating the 2018 accounts, many reconciliations issues came up as a result of PwC's many requests for information related to both German statutory reporting requirements and IFRS reporting requirements.
  - Due to the uncertainty about the ability of FSG to continue as a going-concern and major losses indicated in preliminary calculations for several projects, there have also been significant delays in the financial reporting by FSG to the Company in 2019.
  - The Company sold its remaining 24% ownership interest in FSG in August 2019. The Company is exposed to the risk of a potentially significant difference between the Company's reported figures for the First Half Report 2019 and the actual figures for FSG which will be reported at a later stage. The Company is diligently working to minimize such risk so that their representations and warranties to the buyer remain intact and valid. Accordingly, the delay in the reporting of the financial accounts of FSG for the six months ended 30 June 2019 is delaying the Company's reporting of the first half 2019 financial accounts.
  - As the ownership in FSG was sold in August 2019, the Company argues that there should not be any future delays to the reporting of the Company's annual accounts for 2019 in relation to FSG going forward.
  - The Company has requested that the Exchange exercise its discretion and grant a full waiver of any violation fee due to the late submission of the Annual Report for 2018 and the First Half report for 2019.
  - The Company's Board of Directors and Management and the Group Accounting function have determined that the Company's required reporting will not be late again. A program has been commenced to push down consolidation reporting schedules to subsidiaries and associates so they can help in the Group Accounting consolidation effort.

On 11 September 2019, the Exchange decided to include the Company's failure to publish the H1-2019 report within the deadline stipulated in the Bond Rules in this case. The Company was notified about this decision on the same date and the Company confirmed by phone on 12 September that they had no further comments than what had already been presented in this case.

### **5 The Oslo Stock Exchange's assessment**

Oslo Stock Exchange monitors the issuers' compliance with the applicable disclosure obligations on the Exchange's market places. The Oslo Stock Exchange considers this work to be of high importance for maintenance of the integrity of the market place.

Financial information is a key factor in the information regime for companies with listed securities on a regulated market, and constitutes an important part of the Company's duty to provide correct and updated information. Moreover, financial information is essential for the market's considerations

and forms the basis for investment decisions made by investors. Therefore, the publication of financial information from a company must be organized and predictable. When a company fails to comply with the rules governing the timing of financial information, this contributes to a reduced value of the listing for bondholders and other market participants. The listing ends up not providing its intended protection for bondholders. In the opinion of the Oslo Stock Exchange, the quality of the market place is also affected negatively when there is a breach of the elementary rules that shall secure the market participants access to financial information in a timely manner.

As accounted for in section 2.2 above, the Company published the audited annual report for 2018 with a delay of one month and 13 days pursuant to the deadline stipulated by section 3.6.6 of the Bond Rules. The Company has provided a comprehensive account of the circumstances that resulted in the delay of audited annual report, as described in section 4 above, but the Exchange considers that the responsibility for the breaches still rests with the Company.

Furthermore, the unaudited H1-2018 report was published 17 days after the deadline stipulated in section 3.6.5 (1) of the Bond Rules, as pointed out by the Exchange when collecting information about the late publication of the annual report for 2018. The H1-2019 report has not been published yet, as of the date of this document.

The three delays are considered significant by the Exchange and must be seen in relation with historical delays, as accounted for in table 2 above, which in almost all the cases have been explained by internal circumstances. Reference is also made to the previous correspondence between the Exchange and the Company regarding these historical delays, latest addressed in the letter of 29 June 2018<sup>94</sup>. In all the concluding letters, the Exchange has emphasized that the Company must review and reassess its internal routines. The Company has on several occasions assured the Exchange that it would do so in order to prevent further delays. It appears to the Exchange as few of the measures implemented by the Company to prevent further delays have been successful.

As mentioned in section 3 above, the Exchange may grant exemption from the deadlines in the Bond Rules for the publishing of audited annual report and half yearly report. However, it is also stated in the guidance to these provisions that the Exchange will take a strict approach in exercising its authority to grant such exemptions. Regardless of this, the Exchange has not received any applications for such exemptions from the Company, and it is doubtful and hypothetical whether the Company would be granted such an exemption.

The Oslo Stock Exchange considers the Company's stock exchange announcement of 7 May 2019 stating the new anticipated date for publication of the audited annual report for 2018 as an intended orderly communication to the market. At the same time, we must point out that the new date was presented one week after the deadline in the Bond Rules. It is also noted that the Company failed to publish the report at the date set by themselves without providing the market with updated guidance on a new date. Nevertheless, the Exchange's primary concerns in this case is the Company's failure to comply with the reporting deadlines of the Bond Rules, despite that the Exchange has addressed this on several occasions.

In the Exchange's follow up of the Company's late publication of the audited annual report for 2017, it was decided not to impose a violation charge due to a somewhat unclear legal basis in the Bond Rules. The Company was also notified that the Exchange would initiate a process to clarify the legal basis for imposing sanctions and that future breaches might result in a violation charge or delisting.

---

<sup>94</sup> Attachment 5: Oslo Stock Exchange letter of 29 June 2018 "*Siem Industries Inc. – The obligation to make public annual financial reports*"

In the event of future breaches, the Exchange stated that previous breaches and warnings issued by the Exchange would be taken into consideration when determining an appropriate sanction.

For the sake of good order reference is made to the guidance to section 8.1 of the Bond Rules which states that if a borrower has grossly or continuously violated the provisions of the Securities Trading Act or the rules of the Exchange this may result in a delisting. Taking into consideration the Company's number of violations of the reporting deadlines of the Bond Rules over the past few years, it might be questioned whether the Bonds are suitable for listing on a regulated market. As no violation charge has been imposed on the Company yet, and a potential delisting is likely to be seen as unfortunate for the bondholders, the Exchange considers a violation charge as the most appropriate mean of sanction for this case.

### **5.1 Violation charge**

The Exchange has not imposed a violation charge on any issuer with only bonds listed, and with no listed shares, over the past ten years due to breaches of the financial reporting obligations in the Bond Rules. Hence, there are no previous cases to refer to when determining the size of the violation charge.

As referred to in section 3 above, the Bond Rules section 8.4 (3) states that a violation charge may not exceed 10 times the annual listing fee for each violation which may attract a violation charge, calculated on the basis of the latest invoiced total annual listing fee for the bond loan to which the violation refers.

As mentioned above, the Company has an extensive history in violating the deadlines for financial reporting in the Bond Rules. The Exchange has addressed these violations on a bilateral basis to the Company several times and even communicated that future similar breaches would result in a formal sanction. This has not led to a timely financial reporting from the Company, and it appears that the Exchange's warnings have been without the intended effect. Hence, a decision to impose a violation charge is in line with and a consequence of previously communicated warnings from the Exchange.

The Company has presented the background for the delays, cf. section 4 above, and the Exchange has a certain understanding for the practical arguments presented. However, the impact of these arguments on the Exchange's decision to impose a violation charge is limited. It is of importance to the Exchange when a violation charge is considered if the breaches are repetitive or stand-alone incidents and the length of the period before breaches are corrected.

The Bond Rules does not have any provisions providing leeway for issuers on the reporting deadlines when there are operational, financial or other circumstances causing delayed financial reporting. The Exchange expects the issuers with listed bonds on a regulated market to have sufficient capacity to handle their financial reporting within the frames of the Bond Rules regardless of the difficulties faced by the Company. The Exchange would argue that the importance of timely financial reporting increases when an issuer or subsidiaries are in a situation as presented by the Company, i.e. having financial difficulties or are in the process of being divested. However, the Exchange might take a different approach in force majeure situations, which e.g. was the case in connection with the Company's delayed H1-2017 reporting.

The Exchange realizes that the trading in the Bond is limited. The Exchange has not concluded that the content of the delayed financial reports constituted inside information, cf. the Securities Trading Act § 3-2, for which would have made the breaches more aggravating. However, the deadlines for financial reporting in the Bond Rules applies regardless of whether the reports constitute inside

information or not. In cases where inside information is subject to the same delays in terms of repetition and length as in this case, it would require even stricter enforcement from the Exchange.

When considering the appropriate sanction, the Exchange has considered the risk of future similar violations. In previous cases, the Company has stated that it would improve their compliance with the future reporting deadlines, without achieving this. On this basis, the Exchange can not rule out new future violations. However, the Exchange also acknowledge the sale of FSG as an important step towards a more streamlined financial reporting from the Company, which can imply that the Company will publish their future financial reporting within the deadlines of the Bond Rules. Hence, the Exchange has not as for now decided to delist the Bond issued by the Company. However, future similar violations of the financial reporting deadlines of the Bond Rules might lead to a delisting of the Bond.

After an overall assessment, the Exchange has decided to impose a violation charge of NOK 159 810,- the equivalent of three times the annual listing fee for the Bond.

Oslo Stock Exchange has on 23 September 2019 passed the following resolution:

*“A violation charge in an amount of NOK 159 810,- is hereby imposed on Siem Industries Inc. for repetitive and significant breaches of the Oslo Børs Bond Rules section 3.6.5 and 3.6.6, cf. section 8.4 of the Bond Rules, cf. section 12-9 of the Securities Trading Act.”*

## **4 MEDLEMSFORPLIKTELSER - HANDELSREGLER**

### **4.1 Generell veiledning**

#### **4.1.1 Sbanken ASA- Avsluttende brev vedrørende hendelser knyttet til manglende kurskontroll på handelsordre, 01.11.2019**

Det vises til tidligere kontakt mellom Oslo Børs og Sbanken ASA, heretter "Sbanken" vedrørende kurskontroll på handelsordre.

Nedenfor følger en beskrivelse av hendelsen som foranlediger nærværende brev, samt Oslo Børs sin vurdering av saken. Som det fremgår av saken under finner Oslo Børs at Sbanken har vært i brudd med flere bestemmelser i handelsreglene.

Det har tidligere og i den senere tid vært flere tilfeller hvor Sbanken har lagt inn sterkt avvikende ordre på ETNer. Oslo Børs har vært i kontakt med Sbanken en flere ganger hvor vi har bedt om informasjon og redegjørelse på hvilke sjekker og kontroller som blir gjort i forbindelse med ordreinngivelse. Den siste tilbakemeldingen var 28. juni 2019. Forespørselen da dreide seg om bakgrunnen til at en kjøpsordre med pris kr 1 000 000 og volum 21 den 14 juni gikk gjennom til handelssystemet selv om den avvik ekstremt fra det eksisterende prisnivået. På grunn av det lave volumet påvirket ikke ordren prisen og ordren ble matchet på kurs 20,82. Fra tilbakemeldingen fra Sbanken følger det at banken har systemsjekker som skal stoppe avvikende ordre, men at det for ETNer kan være utfordrende siden det kan være store kurssvingninger. Sbanken finner det derfor vanskelig å finne gode grenser. ETNer blir derfor ikke fanget opp og ikke vurdert før de blir sendt videre til handelssystemet.

Vi viser også til en hendelse i BULL DAX X20SNONN den 26 august hvor Sbanken la inn en klart avvikende kjøpsordre. Sbanken la inn en pris på kr 2500 og volum 14, mens kursen lå rundt 14 kr. Det

bærer preg av at det i dette tilfellet også er byttet om på pris og volum ved innleggelse. Likt som i tilfelle over var volumet her så lite at omsetningen ikke gikk på en avvikende kurs. Oslo Børs sendt den 28/8 en henvendelse til selskapet, men har ikke mottatt noe svar på denne forespørselen.

I tillegg var det to hendelser den 8/10 i BULL GULL X12ND og BULL OLJE X8XNOND3. Også når det gjelder disse hendelsene bærer det preg av at det er byttet om på pris og volum. De to tilfellene ble lagt inn med 20 minutters mellomrom, og vi valgte derfor å ta en telefon til Sbanken for å gjøre meglerhuset klar over det, og sikre at det ikke ville komme flere så sterkt avvikende ordre inn i handelssystemet. Sbanken tok henvendelsen til etterretning og det kom ikke flere slik åpenbare feil ordre.

Oslo Børs merker seg tilbakemelding fra meglerhuset den 28 juni, men vil påpeke at det etter Oslo Børs Member and Trading Rules (MTR) pkt 1.4.1 er medlemmets ansvar å påse at ordrene som blir lagt inn er reelle og markedsriktige. Disse bestemmelsene, dvs. MTR pkt. 1.4.1 - 1.4.3 dels overlapper og utdyper lovregulerte krav til medlemsforetakene, herunder spesifikke bestemmelser knyttet til markedsatferd. Handelsreglenes pkt. 1.4.1 "*Misleading acts, conduct and prohibited practices*"/ MTR 1300.1-1300.6 angir eksplisitt atferd som ikke er tillatt. Det følger av denne bestemmelsen at «a member firm shall not, in respect of its on exchange business cause a fictitious trade or a false price to be input into the trading system» og videre "effect a trade at any price which differs to an unreasonable extent from any price displayed on the trading system in that security." Som det fremkommer av MTR 1300.1 skal et medlem ikke utføre eller være involvert i handlinger som skaper, eller er egnet til å skape "*a false or misleading impression as to the market in, or the price or value of, any security*". I alle hendelsene beskrevet i over er det prisen på ordrene som er bakgrunnen til kritikken. Siden volumet på ordrene var så lavt resulterte det ikke i handler med avvikende priser. Det legges til grunn at kjøpsinteressen i begge tilfellene var reell. Dog var kursutslagene disse to ordrene kunne medført neppe vurdert før de ble sendt inn til handelssystemet.

Oslo Børs har ved en rekke tidligere anledninger vært i kontakt med Sbanken vedrørende avvikende pris på ordre, både når det gjelder aksjer og ETN'er. Når det gjelder aksjer fikk vi informasjon om at det skal ha blitt implementert tekniske tiltak for å hindre at feilordre uten videre går gjennom til handelssystemet. Det skal ha blitt lagt inn ordregrense på 30 %, og kunde vil få varsel om avvik ved innleggelse av slike ordrer for aksjer. Det har i den senere tid ikke vært alvorlig kursavvik når det gjelder aksjer. Oslo Børs ønsker like vel å påpeke at Sbanken fortsatt skiller seg ut når det gjelder å legge inn avvikende ordre, men kun et fåtall av disse overstiger grensen på 30 %. Det kan derfor se ut som kontrollmekanismen Sbanken har lagt inn på 30 % for aksjer fungerer etter hensikten.

Det er vanskeligere å sette absolutte grenser for ETN'er. Kursen varierer mye og de kan være giret opptil 20 gangeren. Oslo Børs har forståelse for dette, men samtidig vil en feil ha større påvirkning og mulighet for et større tap. Oslo Børs mener derfor det er viktig å fastsette noen kontroller og få varsel ved store avvik fra sist omsatt (evt midtkurs) også for ETN'er. Oslo Børs vil følge opp at Sbanken får implementert kontroller når det gjelder ETN'er i tillegg til aksjer.

Som det fremgår av MTR 1300.6 skal et medlemsforetak ikke legge inn ordre eller gjennomføre handler som ikke gjenspeiler den aktuelle markedsverdien ("*current market value*") av instrumentet. Med aktuell markedsverdi for et instrument menes kurser som etter en totalvurdering gjenspeiler gjeldende prising av vedkommende instrument. Dette er utdypet i Guidance to Rule 1300, hvor det bl.a. fremkommer at man ved vurdering av om en ordre eller handel representerer aktuell markedsverdi skal ta hensyn til endringer i prising av instrumentet gjennom dagen, endringer i prising foregående dager, volatilitet og generelle endringer i prisingen av sammenlignbare

instrumenter, mv. MTR 1300.6 overlapper til dels MTR 1300.3. Bestemmelsen skal verne markedsaktørene mot avvikende kurser og hindre at en aktørs økonomiske interesser forstyrrer den reelle prisingen av et instrument. Det innebærer følgelig at ikke enhver reell kjøps- eller salgsinteresse vil kunne gjennomføres dersom gjennomføringen forstyrrer prisdannelsen i markedet. Videre supplerer kravet om aktuell markedsverdi manipulasjonsforbudet i verdipapirhandelloven § 3-8 som forbyr transaksjoner eller handelsordre som gir eller er egnet til å gi falske, uriktige eller villedende signaler om tilbudet, etterspørselen eller prisen på finansielle instrumenter. Det kan ikke sies at priser som avviker med over 1000 % gjenspeiler aktuell markedsverdi, og ordrene skulle dermed aldri gått gjennom til handelssystemet.

Det bemerkes forøvrig at vurderingen av om ordreinnleggelsene og handlene var i strid med de nevnte bestemmelser i MTR ikke endres av om ordrene håndteres av en megler, direkte av en kunde eller genereres automatisk av en datamaskin/algoritme. I de aktuelle tilfellene var det kunder som sto bak ordrene. Det er like fullt Sbanken som bærer ansvaret for regelbruddene. Dette fremkommer bl.a. av Guidance to Rule 1300; "*A member firm submitting an order to the trading system is responsible for that order under the above Rule. This applies whether the order is submitted by the member firm itself or has been automatically routed from a third party through sponsored access or direct market access (whether another member firm or not).*" Medlemsforetakets ansvar for kunders ordreflyt er ytterligere spesifisert i MTR kapittel 2, og det kreves herunder at foretaket har kontrollmekanismer/-systemer som forhindrer slike hendelser.

MTR pkt. 2.2 er del av bestemmelsene som gjelder for medlemmer ved automatisk slutning av ordre ("*Order book trading rules*"). Underpunkt 2.2.1 "*Access to the trading system and the responsibility of member firms*" tydeliggjør bl.a. medlemsforetakenes ansvar ved ordreinnleggelse.

Spørsmålet blir etter dette om hvorvidt de aktuelle markedsordrene var feilaktige ("*erroneous orders*"), om Sbanken hadde tilstrekkelige kontrollmekanismer og om disse burde forhindret ordrene å nå børsens handelssystem eller blitt slettet etter ordreinnleggelse.

Det fremkommer av MTR 2101 at medlemmene bl.a. skal ha systemer, kontroller og prosedyrer som er "*designed to prevent the entry of erroneous orders to the trading system*". Videre fremkommer det av veiledningen til bestemmelsen at medlemmenes systemer skal være innrettet slik at de identifiserer og forhindrer innleggelse av feilordre i handelssystemet. Oslo Børs mener, sett hen til retningslinjene som gis i MTR 2101, at de aktuelle markedsordrene følgelig aldri skulle sluppet gjennom til handelssystemet. Oslo Børs anser det som et brudd på handelsreglene at Sbanken ikke har kontrollsystemer som beskrevet over.

Det gjøres oppmerksom på at børsen kan benytte dette brevet som veiledning til andre markedsaktører bl.a. ved å publisere brevet på Oslo Børs hjemmeside under «Vedtak og uttalelser», og ved å henvise til brevet i veiledning til Løpende forpliktelser.



## 5 OVERTAKELSESTILBUD

### 5.1 Kontrollerte tilbud 2019

#### Overtakelsestilbud etter vphl. kap. 6

Selskap	Tilbyder	Pliktig/frivillig tilbud	Dato godkjent
NextGenTel Holding ASA	Telecom Holding 3 AS	Frivillig tilbud	04.03.2019
Belships ASA	Kontrari AS og Kontrazi AS	Pliktig tilbud	14.03.2019
Cxense ASA	Piano Software B.V.	Frivillig tilbud	11.08.2019
The Scottish Salmon Company PLC	P/F Bakkafrost	Pliktig tilbud	08.11.2019

#### Tvangsinnløsning uten at det fremmes pliktig tilbud, vphl. § 6-22 (3)

Selskap	Innløser	Dato godkjent
NextGenTel Holding ASA	Telecom Holding 3 AS	09.04.2019
Cxense ASA	Piano Software B.V.	10.10.2019

### 5.2 Pliktig tilbud

#### 5.2.1 Veiledning - Spørsmål vedrørende tilbudsplikt - mailkorrespondanse, januar 2019

Til Oslo Børs:

To spørsmål vi gjerne skulle ha deres synspunkt på:

1. Tidspunkt for prisfastsettelse etter vphl § 6-16 (4)

I henhold til denne bestemmelsen skal prisen ved et pliktig tilbud "være minst like høy som det høyeste vederlag tilbydere har betalt eller avtalt i perioden 6 måneder før tilbudsplikten inntrådte".

Vi har en situasjon der en kjøper av en aksjepost i et selskap notert på Oslo Børs ("Kjøper") på ett tidspunkt inngikk avtale om erverv av aksjer, og ugjenkallelig betalte kjøpesummen for disse til selgeren (med full disposisjonsrett for selgeren) få dager senere, men først mottok aksjene fra selgeren litt over to måneder senere. Årsaken til den senere leveringen av aksjene var at Kjøper var avhengig av konkurransegodkjennelse for å kunne ta over kontroll av aksjene. Avtalen var imidlertid bindende fra det tidspunkt den ble inngått, og det var ikke mulighet til å reversere avtalen eller på noen måte få tilbake kjøpesummen fra selgeren dersom konkurransegodkjennelse ikke skulle bli oppnådd (i et slik tilfelle måtte Kjøper ha funnet en annen erverver av aksjene).

Slik vi leser vphl § 6-16 (4), så må det avgjørende tidspunktet for begynnelsen på seksmånedersperioden være det tidspunktet Kjøperen betalte for aksjene, og ikke det senere tidspunktet for levering av aksjene.

Vi ønsker børsens synspunkt på hvorvidt dere er enige i ovenstående tolkning.

## 2. Tilbudsplikt ved reelt erverv etter verdipapirforskriften § 6-11, eventuell annen konsolidering

Verdipapirforskriften § 6-11 gir børsen hjemmel til å pålegge tilbudsplikt dersom "erverv av rett til å bli eier av aksjer må anses som reelt erverv av aksjene".

Vi har en situasjon der en aksjeeier ("Aksjeeieren") i dag eier en aksjepost i et selskap notert på Oslo Børs, men befinner seg under tilbudspliktgrensen på 1/3. Det vurderes nå en låneavtale der Aksjeeieren vil delfinansiere kjøp av en ytterligere aksjepost (den "Ytterligere Aksjeposten") potensielt gjennomført av tre andre investorer ("Investorene"). Man ser foreløpig på følgende struktur for denne finansieringen:

- Investorene vil benytte en viss porsjon av egne midler til å finansiere kjøpet, men hoveddelen av finansieringen vil komme i form av et lån fra Aksjeeieren.
- Lånet vil ha en løpetid på 12 måneder, være sikret med pant i aksjene som erverves, og bære en rente på et sted rundt 40 %.
- Investorene kan velge, helt etter eget valg, hvorvidt lånet ved forfall betales tilbake med renter, eller gjøres opp i form av levering til Aksjeeieren av en på forhånd fastsatt andel av den Ytterligere Aksjeposten som erverves.
- Én av Investorene vil ha en opsjon til å erverve et visst antall aksjer fra de øvrige Investorene til samme pris som den Ytterligere Aksjeposten erverves til. Dersom hele eller deler av den Ytterligere Aksjeposten benyttes til betaling av lånet, vil en slik rett gjelde tilsvarende overfor Aksjeeieren (forholdsmessig ift hvor mange aksjer fra den Ytterligere Aksjeposten som da eies av Aksjeeieren).
- Det vil ikke være noen avtaler om bruk av stemmerettigheter mellom Aksjeeieren og Investorene mens dette arrangementet løper.

Skulle Aksjeeieren motta aksjer som følge av dette arrangementet og av den grunn overstige tilbudspliktgrensen, vil det klart nok inntreffe tilbudsplikt. Det vi imidlertid ønsker børsens synspunkt på, er hvorvidt dere anser at arrangementet kan medføre en konsolidering av Aksjeeieren og Investorene, eller om det vil kunne være aktuelt å vurdere arrangementet etter verdipapirforskriften § 6-11. Etter vårt syn bør arrangementet ikke anses å føre til en konsolidering, da det ikke vil være noe forpliktende samarbeid om bruk av aksjonærrettigheter i selskapet. Vi kan heller ikke se at verdipapirforskriften § 6-11 skal være aktuell, ettersom det ikke vil foreligge noen "rett til å bli eier" for Aksjeeieren. I alle tilfelle mener vi videre at arrangementet ikke kan anses som et "reelt erverv" ettersom Aksjeeieren hverken vil ha økonomiske eller organisatoriske rettigheter til aksjene i den perioden arrangementet løper.

Vi vil være takknemlige om vi kan få børsens synspunkt på ovenstående.

### Svar fra Oslo Børs:

1. Ut fra redegjørelsen er vi enig i at avtaletidspunktet vil måtte legges til grunn her. Se i den sammenheng også Vedtak og uttalelser 2012 pkt. 5.2.7.

2. På bakgrunn av fremstillingen ber vi om at du redegjør for hva som er formålet med dette oppsettet.

#### Svar til Oslo Børs

Takk for tilbakemeldingen.

Når det gjelder formålet med oppsettet i punkt 2, så er formålet etter det vi forstår at Aksjeeieren, som vi representerer, er blitt forespurt av Investorene om å bidra med lånefinansiering slik at disse kan erverve aksjer, og de kommersielle vilkårene er blitt diskutert mellom partene og utformet på en slik måte at det skal være kommersielt interessant for Aksjeeieren å bidra med slik finansiering. Ettersom Aksjeeieren befinner seg nær opp til tilbudspliktsgrensen på 1/3, er Aksjeeieren imidlertid naturlig nok opptatt av ikke å risikere å kunne bli ansett for å krysse tilbudspliktsgrensen som følge av å bidra med slik finansiering.

#### Svar fra Oslo Børs:

Det vil kreves en konkret vurdering og basert på den relativt overordnede fremstillingen av saken må det tas forbehold fra vår side.

I Børsstyrets vedtak i Vedtak og uttalelser 2003 pkt. 6.1.1 (Havila Supply ASA) ble det lagt til grunn at samarbeid om opsjoner i en situasjon der det forelå konkurranse om kontroll med et aksjeselskap utløste konsolidering. Vi har forstått det slik at Aksjeeieren i skissert sak ikke skal inneha noen opsjon til å erverve aksjer. Likevel er det, som illustrert i Havila-saken, relevant hvilken egeninteresse Investorene har i aksjekjøpet av den Ytterligere Aksjeposten, når det i realiteten vil kreves en verdistigning på aksjene på 40 % i løpet av 12 måneder for at det skal være av interesse for Investorene. Dette, samt det forhold at Aksjeeieren har sikret seg panterett i aksjene, tilsier at dette i hovedsak er av interesse for Aksjeeieren. Det er relativt stor grad av sannsynlighet for at aksjene fra den Ytterligere Aksjeposten vil erverves av Aksjeeieren etter 12 måneder. Rent faktisk vil det medføre en situasjon der aksjene i det aktuelle selskap gjøres utilgjengelig for andre enn Aksjeeieren ved parkering av aksjene hos Investorene og slik sett styrke Aksjeeierens kontroll med selskapet. Lagmannsrettens dom i Eastern Drilling saken, LB-2008-27119, illustrerer også det forhold at den finansielle avtalen kan gi grunnlag for å konsolidere avtalens parter.

Basert på ovennevnte, anser vi at det skisserte opplegget vil kunne innebære konsolidering av partene etter reglene om forpliktende samarbeid, herunder at tilbud vanskeliggjøres eller hindres, jf. vphl. §§ 6-5, jf. 2-5 nr. 5. Videre vil forholdet kunne rammes av verdipapirforskriften § 6-11 om erverv av rett til å bli eier av aksjer som må anses som reelt erverv av aksjene.

#### Svar til Oslo Børs:

Takk for tilbakemelding. Vil deres vurdering stille seg annerledes dersom arrangementet ikke sikres med pant? Altså slik at aksjene i prinsippet er fritt omsettelige for Investorene i perioden der arrangementet løper?

#### Svar fra Oslo Børs:

En panterett vil i utgangspunktet isolert sett ikke medføre at en anses som eier i forhold til tilbudsplikt. Dette er en sammensatt vurdering. Det er ingen faktorer som alene er avgjørende i vurderingen og vår vurdering vil ikke stille seg annerledes.

### **5.2.2 RAK Petroleum plc - Consequences of a "no deal" Brexit, e-post 12.04.2019**

You have requested us to consider the rules regarding mandatory offer obligation in respect of RAK Petroleum plc (RAK).

RAK is registered in the UK and listed on Oslo Børs. An offer for the shares of RAK is therefore currently subject to the shared jurisdiction regime under the Takeover Directive, as implemented in the Norwegian Securities Trading Act (STA) section 6-23 and the Securities Regulations sections 6-13 and 6-14.

If UK withdraws from the EU (Brexit), in a so called "no deal" scenario (i.e. without a withdrawal agreement including a transition period having been agreed) the shared jurisdiction regime will cease to apply in relation to RAK.

Due to RAK being listed on Oslo Børs and not being listed on any regulated market in the UK, Norwegian takeover law will in such circumstances apply, in full, to an offer for its shares. This is provided for in the Norwegian Securities Trading Act (STA) section 6-23 (1) item 1. For the sake of good order we also mention that you have informed us that UK takeover law (as set out in the Takeover Code) will not apply to an offer for RAK, because RAK is deemed not to be resident in the UK.

Therefore, following Brexit, the Norwegian rules regarding mandatory offer obligation will apply in respect of shares issued by RAK.

RAK has issued shares of different classes. The information you have provided to us on of the rights associated with each such class is set out in the listing prospectus issued by RAK in October 2014 item 8.6 (iv), 11. 13.1 and 14.9. According to the prospectus, RAK has three classes of shares in issue, referred to as the Shares, the Restricted Shares and the B Shares. In summary, each B share carries two votes and each Share carries one vote at a general meeting. Shareholders holding B shares can convert their shares (by way of redesignation) into Shares. The loss of rights associated with B shares upon redesignation to Shares will reduce the total voting rights of the RAK. This will result an increase the total relative of voting rights held by the other shareholders (other than the converting holder).

You have requested us to consider the rules on mandatory offer obligation in connection with increase in the percentage of voting rights held upon other shareholders effecting such redesignation of B shares to Shares.

Pursuant to section 6-1 of the STA, mandatory offer obligation is triggered by acquisition of shares. Oslo Børs has in other situations been of the view that passing the mandatory offer threshold as a result of other events such as redemption of shares or demerger do not trigger mandatory offer obligation. However, subsequent acquisition of shares may trigger mandatory offer obligation pursuant to the rules on subsequent mandatory offer obligation. We are of the view that mandatory offer obligation in respect of RAK will not be triggered by increase in percentage of voting rights held upon redesignation of B Shares to Shares by other shareholders in RAK.

### **5.2.3 Belships ASA - Børsklagenemndens avgjørelse sak 1/2019, 28.02.2019**

Avgjørelse 28. februar 2019 av klage fra Tidships AS over Oslo Børs ASAs vedtak 21. desember 2018 om å avslå krav om å pålegge Kontrari AS og Kontrazi AS tilbudsplikt i forbindelse med fusjon med Belships ASA.

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

Oslo Børs ASA (heretter «Oslo Børs» eller «børsen») fattet 21. desember 2018 følgende vedtak:

Kontrari AS og Kontrazi AS kan ikke pålegges tilbudsplikt i Belships ASA som følge av fusjon etter vphl. § 6-2 (2), jf. § 6-2 (1) nr. 3.

Tidships AS («Tidships» eller «klager») påklaget vedtaket i brev 7. januar 2019 fra advokat Marianne Sahl Sveen i Advokatfirmaet Arntzen de Besche. Klagen er rettidig fremsatt. Senere sluttet syv andre aksjonærer i Belships ASA seg til klagen, uten å inngi merknader med annen substans enn den som fremgår av Tidships' klage. Disse vil ved behov samlet sett omtales som «klagerne», der ikke annet er indikert.

Belships ASA («Belships») og Kontrari AS / Kontrazi AS (heretter vurdert og omtalt samlet som «Kontrari», jf. konsolideringsreglene i lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (vphl.) §§ 6-5 jf. 2-5) har i stor utstrekning inngitt samlede merknader i saken.

Oslo Børs har ikke funnet grunn til å omgjøre vedtaket. Saken ble ved brev 30. januar 2019 oversendt Børsklagenemnden for behandling sammen med børsens merknader til klagen, jf. forskrift 29. juni 2007 nr. 876 om verdipapirhandel § 12-5 sjette ledd og forvaltningsloven § 33 fjerde ledd.

Ytterligere merknader i saken ble inngitt av Tidships 7. februar og 15. februar 2019, Kontrari og Belships 7. og 12. februar 2019, samt Oslo Børs 11. februar 2019. Når merknadene omtales, vises det til navn på selskapene og ikke de representantene som har inngitt merknadene på deres vegne (Belships v/Thommessen, Kontrari v/Wikborg Rein og Tidships v/Arntzen de Besche).

Børsklagenemnden har behandlet saken i møte. Ved behandlingen deltok Christian Lund (leder), Espen Klitzing, Knut Bergo, Hugo P. Matre (vara) og Cecilie Kvalheim (vara).

## **2. OM SELSKAPET**

Belships ASA (ticker «BEL») er notert på Oslo Børs og har vært det siden 1937. Selskapet har hovedkontor i Oslo og kontorer i Bangkok, Singapore, Shanghai og Tianjin. Selskapet driver innen shipping (tørrlast) og opererer i dag en flåte på 16 skip.

## **3. BAKGRUNN**

### **3.1 Varsel om strategisk endring**

Ved fremleggelse av resultatet for 4. kvartal 2017 den 16. februar 2018 opplyste Belships at Sonata (kontrollert av Sverre J. Tidemand), Belships største aksjonær med 67,05 prosent av aksjene og styrelederverv i Belships, hadde informert styret i Belships om at Tidemand vurderte sitt langsiktige eierskap i Belships. Selskapet opplyste også at de i samråd med Sonata hadde utpekt ABG Sundal Collier («ABG») som finansiell rådgiver for å evaluere strategiske alternativer.

### **3.2 Første forhåndsuttalelse om tilbudsplikt**

Kontrari v/advokatfirmaet Wikborg Rein sendte 19. juni 2018 en anmodning til Oslo Børs om en forhåndsuttalelse om tilbudsplikt i forbindelse med Kontraris kjøp av aksjer i Belships fra Sonata og etterfølgende fusjoner mellom datterselskaper av Kontrari og datterselskap av Belships.

Oslo Børs ga tilbakemelding 29. juni 2018 om at den forelagte transaksjonen ikke falt inn under «særlige tilfeller» som medfører at tilbudsmyndigheten kan pålegge tilbudsplikt. Børsen hadde som forutsetning at aksje- og allmennaksjelovens alminnelige regler om fusjon ble fulgt (herunder godkjenning av generalforsamlingen i deltakende selskaper og relevant og tilstrekkelig informasjon til aksjeeierne).

### **3.3 Tilbud fra Tidships v/heleid datterselskap AS Consensio**

AS Consensio, et heleid datterselskap av Tidships, annonserte 13. juni 2018 et frivillig tilbud på alle utestående aksjer i Belships. Tilbudsprisen var NOK 5,50. Tilbudet ble fremsatt 28. juni 2018. Styret i Belships kunngjorde 6. juli 2018 at styret ikke anbefalte budet, og at styret hadde blitt informert om at Sonata ikke ville akseptere tilbudet. Tilbudet ble ikke gjennomført.

### **3.4 Nærmere om transaksjonen mellom Kontrari og Sonata**

Belships opplyste i børsmelding 6. juli 2018 at styret hadde vurdert strategiske alternativer sammen med ABG (jf. over), og den planlagte transaksjonen mellom Kontrari og Sonata ble presentert. Ved børsmeldinger 4. oktober 2018, innkalling til ekstraordinær generalforsamling 5. oktober 2018 og informasjonsdokument 22. oktober 2018 ble det gitt ytterligere opplysninger om transaksjonen. Oslo Børs redegjør slik for denne:

Transaksjonen består av to steg, og innebærer at (i) Kontrari AS kjøper 14 285 714 av aksjene i Belships (tilsvarende 30,2 %) fra Sonata til en pris på NOK 7 per aksje, tilsammen NOK 100 millioner og (ii) holdingselskapene i Lighthouse-konsernet; LHS Holdco AS, LHS Holdco II AS, LHN HoldCo 1 AS og LHN HoldCo 2 AS ("Lighthouse-selskapene") fusjoneres inn i Belships-konsernet mot utstedelse av aksjer i Belships. Lighthouse-konsernet er kontrollert av Kontrari.

Før fusjonen eide Kontrari selskaper som direkte og indirekte eier 80 % av aksjene i Lighthouse Shipholding AS som eier fem ultramax tørrbulk skip og 82,5 % av aksjene i Lighthouse Shipholding II AS som eier fire supramax tørrbulk skip, samt 50,01 % av supramax operatør Lighthouse Navigation Pte. Ltd.

Lighthouse-selskapene er holdingselskaper etablert for å eie aksjer i Lighthouse Shipholding AS, Lighthouse Shipholding II AS og Lighthouse Navigation Pte. Ltd.

Det er gjennomført en gjensidig juridisk og finansiell due diligence i forbindelse med fusjonen. 4. oktober 2018 vedtok og signerte styrene i Belships ASA, Belships Chartering AS og Lighthouse-selskapene fusjonsplanen, og samme dag ble aksjekjøpsavtalen undertegnet av Sonata og Kontrari AS. Fusjonen foretas i overensstemmende med reglene i allmennaksjeloven kapittel 13. Fusjonen gjennomføres som en såkalt trekantfusjon, jf. allmennaksjeloven § 13-2 (2), som innebærer at Belships' datterselskap Belships Chartering AS overtar Lighthouseselskapenes eiendeler og gjeld, rettigheter og forpliktelser i sin helhet, og som vederlag mottar aksjeeierne i Lighthouse-selskapene aksjer i Belships ved forhøyelse av aksjekapitalen.

Belships og Kontrari er enige om et bytteforhold i fusjonen som innebærer at Kontrari etter aksjekjøpet og fusjonen vil eie 68,78 % av aksjene i Belships. Bytteforholdet i fusjonen er basert på en verddivurderingsprosess hvor samtlige av partenes skip er verdsatt av flere uavhengige skipsmeglere, mens management-selskapene er verdsatt basert på en gjennomsnittlig EBITDA de siste fem årene med en x5 multiplisert justert

for netto gjeld. I fusjonsplanen er det en nærmere redegjørelse for prinsipper for verdsettelsen. Verdivurderingsrapportene for skipene er vedlagt fusjonsplanen.

Bytteforholdet i fusjonen er basert på en egenkapitalverdi for Belships på USD 37,66 millioner, tilsvarende NOK 6,60 per aksje.

Styret i Belships har gitt uttrykk for, jf. innkalling til ekstraordinær generalforsamling punkt 4, at:

- fusjonen kommersielt sett er svært godt begrunnet, og vil gi synergier i form av forbedret kostnadseffektivitet, og i tillegg legge til rette for videre vekst,
- det ved fusjonen etableres en mer slagkraftig enhet med en flåte på 16 skip med et økt inntjeningspotensial,
- fusjonen også vil danne grunnlaget for at likviditeten i Belships-aksjen på sikt kan bedres, noe som igjen vil gi Belships større fleksibilitet og muligheter til kapitaltilgang, og
- bytteforholdet i fusjonen etter styrets syn er korrekt og reflekterer markedsverdien til de selskapene som deltar i fusjonen.

Fusjonen innebærer ikke noen skattemessige konsekvenser for norske aksjeeiere i Belships. Ansatte i Lighthouse-selskapene vil indirekte overføres til Belships som følge av fusjonen, og fusjonen får ingen innvirkning på ansettelsesforholdet til ansatte i Belships-konsernet.

### **3.5 Anmodning fra Tidships om fornyet vurdering av tilbudsplikt**

Tidships anmodet 8. august 2018 Oslo Børs om en fornyet vurdering av spørsmålet om tilbudsplikt. Kontrari innga kommentarer til anmodningen 17. august 2018. Det ble inngitt ytterligere merknader fra begge sider 4. september (Tidships), 6. september (Kontrari) og 10. september 2018 (Tidships).

Oslo Børs avga 28. september 2018 en fornyet uttalelse om tilbudsplikt i Belships i forbindelse med transaksjonen mellom Kontrari og Sonata. Oslo Børs konkluderte med at kontrollskifte ikke var det sentrale ved fusjonen, og at transaksjonen ikke er strukturert med formål om å oppnå et kontrollskifte uten å utløse tilbudsplikt, og dermed at det ikke kan anses å foreligge en omgåelse av tilbudsplikten. Børsen kunne ikke se at hensynene som medfører at fusjon er unntatt tilbudsplikt, ikke slo inn også i dette tilfellet. Konklusjonen ble dermed at det ikke forelå et «særlig tilfelle» der det kunne pålegges tilbudsplikt. Samme forutsetninger om aksje- og allmennaksjeloven samt informasjonen til aksjeeiere ble lagt til grunn, jf. over.

### **3.6 Gjennomføringen av transaksjonen**

Fusjonsplanen og kapitalforhøyelsen i forbindelse med fusjonen ble godkjent i ekstraordinær generalforsamling i Belships 26. oktober 2018 (82,4 prosent for og 17,6 prosent mot, med 85,83 prosent av aksjekapitalen representert). Aksjetransaksjonen ble gjennomført 31. oktober 2018, ved at Kontrari kjøpte 30,2 prosent av aksjene i Belships fra Sonata. Sonata reduserte med det aksjebeholdningen til 36,9 prosent før kapitalforhøyelse.

Fusjonen var betinget av flere forhold, herunder godkjennelse fra generalforsamlinger, tredjepartsgodkjennelser, godkjennelse fra Oslo Børs om fortsatt notering, utløp av kreditorperiode, fravær av «material adverse changes», gjennomført aksjesalg, at uttalelsen fra

Oslo Børs 28. september 2018 om tilbudsplikt ikke ble trukket tilbake eller endret, og at det ikke ble tatt rettslige skritt for å angripe uttalelsen.

Belships annonserte 10. desember 2018 at alle betingelser for fusjonen var oppfylt, og at fusjonen var registrert i Foretaksregisteret samme dag. Det ble også opplyst om at det var utstedt 127 765 993 vederlagsaksjer, slik at det nå er samlet 175 117 993 aksjer i selskapet (opp fra 47 352 000). Etter transaksjonen har Kontrari konsolidert 68,78 prosent av aksjene og Sonata 9,97 prosent.

Klagerne har følgende eierskap i Belships:

- Tidships eier 5 020 432 aksjer
- Finansplan AS eier 156 798 aksjer
- Jenssen & Co eier 302 816 aksjer
- Regent AS og Gudmund Joar Bratrud eier henholdsvis 21 500 og 15 000 aksjer
- Torstein og Liv Sjøland eier 370 000 aksjer
- AR Fonds AS, AR Vekst AS og AR Obligasjon AS eier henholdsvis 416 183, 202 995 og 88 199 aksjer
- Jomaho AS eier 316 620 aksjer

#### **4. RETTSLIG GRUNNLAG**

Vphl. § 6-1 (1) første punktum 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.

Vphl. § 6-2 (1) og (2) lyder slik:

- (1) Tilbudsplikt etter § 6-1 og § 6-6 inntreffer ikke ved erverv i form av
  1. arv eller gave,
  2. vederlag ved skifte eller
  3. vederlag ved fisjon eller fusjon av aksjeselskap eller allmennaksjeselskap.
- (2) Tilbudsmyndigheten kan i særlige tilfeller pålegge tilbudsplikt ved erverv som nevnt i første ledd.

#### **5. BØRSENS VEDTAK**

##### **5.1 Utgangspunktet for børsens vurdering**

Børsen legger til grunn at tilbudsplikt ikke er utløst av Kontraris kjøp av aksjer i Belships fra Sonata. Heller ikke etterfølgende fusjoner mellom datterselskap av Kontrari og Sonata har utløst tilbudsplikt. Børsen vurderer derfor om fusjonen er et «særlig tilfelle» som medfører at tilbudsplikt kan pålegges av børsen som tilbudsmyndighet, jf. vphl. § 6-2 (2).

Børsen viser til at en sentral problemstilling ved dette spørsmålet er om et kontrollskifte har vært formålet med transaksjonen, og om transaksjonen er strukturert på en måte for å oppnå kontrollskifte uten å utløse tilbudsplikt.

For vurderingen viser børsen til reglens forarbeider og oppsummerer med at børsens påleggshjemmel skal være begrenset til å benyttes i tilfeller der hensynene bak det aktuelle unntaket fra tilbudsplikt, ikke gjør seg gjeldende. Børsen legger også til grunn at det skal foreligge sterke hensyn for å benytte påleggshjemmelen. Endelig viser børsen til tidligere praksis der tilbudsplikt etter pålegg ved «særlige tilfeller» er blitt vurdert, men aldri benyttet.



Børsen presiserer for øvrig at fusjonsunntaket i vphl. § 6-2 (1) nr. 3 også gjelder der det foreligger en «trekantfusjon», dvs. tilfeller der vederlag ytes av et morselskap av det overtakende selskap til det overdragende selskapet, jf. Vedtak og uttalelser 2001 pkt. 6.1.4. Børsen nevner avslutningsvis at det følger av vphl. § 6-6 (2) at aksjeeier som passerer en terskel for tilbudsplikt ved fusjon og dermed unntas tilbudsplikt, uansett får tilbudsplikt ved ethvert etterfølgende erverv.

## **5.2 Børsens konkrete vurdering**

Børsen innleder med å bemerke at når det gjelder kontrollskifte, så tilsier hovedhensynet bak reglene om tilbudsplikt at det også skal være exit-muligheter ved fusjoner. Fusjoner er imidlertid uttrykkelig unntatt reglene om tilbudsplikt. Børsen legger derfor til grunn at det må foreligge sterke hensyn for at en fusjon utløser tilbudsplikt.

Børsen viser til at en forutsetning om unntak fra tilbudsplikt ved fusjon, er at fusjonen er riktig priset. Børsen har i utgangspunktet ingen synspunkter på verdivurderingene og bytteforholdene i saken. Børsen viser til at verdsettelsen av Belships til NOK 6,60 pr. aksje i fusjonen og NOK 7 i aksjekjøpet er noe høyere enn markedets vurdering de senere årene. Børsen peker på at det ved aksjer med lite likviditet ikke er uvanlig at prisingen ikke gjenspeiler underliggende verdier. Børsen oppsummerer med at det fremstår som om det har vært en forsvarlig prosess for å oppnå et forretningsmessig bytteforhold i saken.

Børsen vurderer aksjesalget og fusjonen samlet, da disse var gjensidig betinget. Børsen viser til at en kombinasjon av aksjesalg og fusjon ikke er uvanlig. Etter børsens oppfatning er transaksjonen tilpasset reglene om tilbudsplikt, men mener dette ikke i seg selv trenger å innebære en omgåelse av reglene. Rekkefølgen er likevel avgjørende, fordi aksjekjøpet ikke kan gjøres i tid etter fusjonen. Børsens syn er at en fusjon og aksjetransaksjon kan være betinget av hverandre uten å utløse tilbudsplikt, og mener at det ikke er sentralt om verdsettelsen av aksjene er forskjellig.

Børsen kommenterer prisen noe nærmere. Børsen viser til at fusjonen uansett ikke medfører en «kontrollpremie» (dvs. en pris som overstiger børskursen som betaling for å oppnå kontroll) som ikke kommer øvrige aksjeeiere i Belships til gode, mens dette kan være noe mer uklart for aksjekjøpsdelen. Børsen kommenterer her særskilt anførsler fra Tidships og Kontrari vedrørende spørsmålet om det foreligger en kontrollpremie. Børsen konkluderer med at det ikke nødvendigvis foreligger en slik premie i dette tilfellet, fordi det betales for noe mer enn dagens verdier. Børsen viser også til at aksjene i Belships er illikvide, noe som gjør at det kan være vanskelig å få tak i et større antall aksjer i markedet uten at kursen presses nevneverdig opp. I lys av disse forholdene bemerker børsen at en eventuell kontrollpremie uansett ikke gis nevneverdig vekt. Børsen understreker at en kontrollpremie i seg selv ikke kan tilsi at det sentrale ved en fusjon er en omgåelse, men at en fordeling av priser på en rekke transaksjoner kan vise om det sentrale ved en fusjon er omgåelse.

Børsen går deretter videre til å vurdere om Kontrari med strukturen med dels et aksjekjøp og dels en fusjon har søkt å omgå tilbudsplikten. Børsen viser til at det viktige vil være om det er kontrollskiftet i seg selv eller de forretningsmessige vurderingene og betingelsene ved fusjonen som er det sentrale. Børsen viser til flere forhold som tilsier at Kontrari har sett hen til spørsmålet om tilbudsplikt i forbindelse med transaksjonen Dette inkluderer at Sonata stemmer gjennom fusjonen, at prosessavtalen er inngått med Sonata, forutsetningen om at avtalen ikke utløser tilbudsplikt, at aksjekjøpet og fusjonen samlet omtales som transaksjonen, samt at aksjekjøpet innebærer betaling for verdier som først vil inntre etter fusjonen.

Børsen konkluderer imidlertid med at fusjonen virker å være industrielt godt begrunnet, og viser til at flåter av samme typer slås sammen, og at rederiene har komplementerende management-funksjoner. Dette taler mot å anse transaksjonen som strukturert for å omgå tilbudsplikten. Børsen legger videre til grunn at allmennaksjelovens regler er fulgt, med det vernet fusjonsreglene gir for minoritetsinteresser. Børsen har ingen indikasjoner på at reglene ikke er fulgt her, herunder verdsettelsesvurderingene. Videre peker børsen på at kravene til oppmøte av aksjekapital og stemmegivning er oppfylt for å gjennomføre fusjonen. Minoritetsaksjonærene var i denne sammenheng beskyttet av de alminnelige reglene om myndighetsmisbruk og likebehandling i allmennaksjeloven.

Samlet oppsummerer Oslo Børs med at den ikke anser at kontrollskifte er det sentrale ved fusjonen, og at transaksjonen ikke er strukturert med det formål å oppnå kontrollskifte uten å utløse tilbudsplikt, og dermed at det ikke kan anses å foreligge en omgåelse av tilbudsplikten. Børsen mener derfor kravet om «særlig tilfelle» ikke er til stede.

## **6. KLAGERNES ANFØRSLER**

Tidships mener det foreligger særlige grunner for pålegg om tilbudsplikt etter vphl. § 6-2. Tidships er uenig i børsens vurderinger både med hensyn til faktum og subsumsjon. Øvrige klagere har sluttet seg til Tidships' anførsler.

### **6.1 Vurdering av fakta og generelle merknader**

Tidships anfører at transaksjonen må vurderes samlet, ettersom fusjonen var del av en totrinns prosess med et forutgående aksjesalg som ikke utløste tilbudsplikt. Videre må det hensyntas at aksjene ble solgt til betydelig overpris, NOK 7 kontra aksjekurs NOK 5,46. Tidships viser til at prisen i aksjesalget er forklart med de forventede synergiene av fusjonen, noe Tidships mener forsterker inntrykket av at transaksjonene må vurderes samlet. Tidships bemerker videre at aksjekursen siden annonseringen av fusjonen ikke har vært over NOK 5,70, og da klagen ble levert lå kursen på NOK 4,84. Tidships anfører at denne prisdifferansen må forstås som en kontrollpremie, som minoritetsaksjonærene bør få ta del i.

Tidships bemerker særlig at de finner det sterkt urovekkende at børsen som tilbudsmyndighet, på svært ufullstendig faktum, har avgitt to ikke-offentliggjorte forhåndsuttalelser til én side i en sak med inngripende konsekvenser for minoritetsaksjonærer. Tidships viser til at børsen samtidig visste at Consensio hadde fremmet et frivillig tilbud til alle aksjonærer. Selv om forhåndsuttalelsene ikke var bindende, mener Tidships de i realiteten oppfattes slik som følge av innrettelsen fra de involverte og forventningen om at børsen opptrer lojalt til egen uttalelse. Tidships anfører at dette kan skape en svært uheldig presedens.

### **6.2 Merknader til vedtaket**

Tidships mener det er inkonsistent når børsen i vedtaket både uttaler at transaksjonen synes å være tilpasset reglene om tilbudsplikt, men samtidig konkluderer med at transaksjonen ikke er strukturert med det formål å oppnå et kontrollskifte uten å utløse tilbudsplikt til øvrige aksjeeiere i Belships.

Tidships mener Oslo Børs har lagt feil lovanvendelse til grunn med hensyn til forskjellen på en transaksjon som er «tilpasset» en uttalt målsetting om ikke å utløse tilbudsplikt, og en transaksjon der «formålet» ikke er å oppnå tilbudsplikt. Tidships mener dette blir særlig klart når det tas i betraktning at transaksjonen er motivert av et uttalt ønske om gjennomføring av et kontrollskifte. Tidships anfører at et uttalt ønske om kontrollskifte og en transaksjon som samtidig er tilpasset for ikke å utløse tilbudsplikt, vanskelig kan anses som noe annet enn en transaksjon som er strukturert med formål om å oppnå kontrollskifte uten å utløse tilbudsplikt.

Tidships bemerker at man ikke kan forvente at noen innrømmer et omgåelsesformål – dette må vurderes på bakgrunn av objektive omstendigheter.

Konkret mener Tidships Oslo Børs har lagt en for høy terskel til grunn for at det skal foreligge et «særlig tilfelle». Tidships forstår børsen slik at regelen bare kan brukes der man i etterkant av en transaksjon ikke kan se annet formål enn omgåelse av tilbudsplikten. Tidships deler ikke børsens vurdering av rekkevidden av departementets uttalelser i forarbeidene. I stedet mener Tidships et «særlig tilfelle» også kan foreligge dersom transaksjonsstrukturen utvetydig er motivert av omgåelse, men der man i etterkant begrunner transaksjonen på en forretningsmessig forsvarlig måte. Tidships anfører at regelen i motsatt fall mister all praktisk betydning.

Uavhengig av hvilken terskel som anlegges, mener Tidships det foreligger et «særlig tilfelle». Tidships anfører at børsen i større grad skulle vektlagt den nøye planlagte transaksjonsstrukturen og i mindre grad vektlagt den begrunnelsen som partene har anlagt for å forsvare at transaksjonen ikke innebærer en omgåelse. Til børsens henvisninger til at allmennaksjelovens regler er fulgt, anfører Tidships at det ikke kan anses å være tilstrekkelig i seg selv at reglene er fulgt. Tvert imot er det nettopp i tilfeller der reglene, når de følges, ikke er egnet til å beskytte aksjonærene, og der fusjonsinstituttet benyttes aktivt for å sikre kontroll uten å utløse tilbudsplikt, at hensynet til å pålegge tilbudsplikt slår til.

Tidships mener videre unntaket for fusjoner bygger på en forutsetning om at det ikke vil være rimelig at en aksjonær kommer i en tilbudspliktsituasjon som følge av at vedkommende mottar vederlagsaksjer i en fusjon på like vilkår som øvrige aksjonærer. Tidships anfører at unntaket ikke er begrunnet med situasjoner som i denne saken, der fusjonen brukes til å overføre kontroll fra én dominerende aksjonær til en annen.

Tidships går også nærmere inn på spørsmålet om det betales en kontrollpremie i det forutgående aksjesalget. Tidships anfører at det blir betalt en slik premie, nettopp for Sonatas oppgivelse av kontrollen og forpliktelsen til å stemme gjennom fusjonen i generalforsamlingen. Tidships mener forklaringen på at en «merpris» ikke utgjør en kontrollpremie fremstår som konstruert i etterhånd. Tidships viser til at dette ikke er nevnt i prosessavtalen, og derfor ikke fremstår som et fremtredende forhandlingselement mellom partene. Tidships bemerker også at det er oppsiktsvekkende at børsen legger til grunn at rekkefølgen på aksjesalget og fusjonen er bestemmende for spørsmålet om tilbudsplikt utløses, men samtidig ikke finner det problematisk at man allerede ved aksjesalget betaler for verdier som skal utløses av fusjonen. Tidships anfører at mindretallsaksjonærene i alle tilfeller burde få ta del i disse. Tidships nevner også at denne merverdien for fusjonen heller ikke er reflektert i børskursen.

Det knyttes videre kommentarer til avviket fra markedspris, og Tidships anfører at dette trekker klart i retning av at børsens forutsetning om at transaksjonen er riktig priset, ikke er til stede. Tidships viser til at Kontrari har betalt en betydelig overpris ikke bare sammenlignet med substansverdiene, men også sammenlignet med børskursen. Sonata har, gjennom aksjesalget og fusjonen fått en fordelaktig «exit» som andre aksjonærer ikke får ta del i – noe Tidships anfører er i kjernen av formålet bak reglene om tilbudsplikt.

Videre går Tidships inn på betydningen av krav om stemmeovervekt for fusjon i allmennaksjeloven. Tidships viser til at Sonata alene kunne vedta fusjonen – dermed er ikke

beskyttelsen for øvrige aksjonærer reell. Videre var Sonata bundet til å stemme for fusjonen for å oppnå de svært fordelaktige virkningene av avtalen for seg selv. Til børsens bemerkninger om at aksjonærene har mottatt all nødvendig informasjon, bemerker Tidships at dette er lite relevant når det allerede ved prosessavtalen ble klart at Sonata ville stemme for fusjonen, og dermed tvinge gjennom kontrollskiftet med Kontrari.

## **7. TILSVAR FRA KONTRARI**

### **7.1 Overordnede kommentarer**

Kontrari sendte tilsvaret til klagen 21. januar 2019. Kontrari er enig i vedtaket og viser til begrunnelsen der, men har også enkelte kommentarer til fremstillingen av faktum og saken.

Særlig fremhever Kontrari at fusjonen alene, uten den forutgående aksjetransaksjonen, uansett ville medført et kontrollskifte fra Sonata til Kontrari ved at Kontrari ville fått 61 % av aksjene i det fusjonerte selskapet.

Kontrari er videre ikke enig i Tidships' kritikk av at Oslo Børs har avgitt en forhåndsuttalelse i saken. Det vises til viktigheten av forhåndsuttalelser for partene for å forutberegne deres rettsstilling, og at børsen uansett tar nødvendige forbehold for gitt faktum.

### **7.2 Merknader til klagen**

Kontrari viser i hovedsak til børsens begrunnelse for vedtaket, men legger til at hva som er «omgåelse», kan belyses nærmere av den generelle omgåelsesdoktrinen i norsk rett. Kontrari viser til høyesterettsavgjørelsene Rt. 2012 s. 1628 (Nordavis) og Rt. 1995 s. 46 (Nimbus), som Kontrari mener er relevante også i saken her selv om de i utgangspunktet gjelder selskapsrett. Kontrari utleder fra Nordavis-avgjørelsen at dersom transaksjonen har som eneste formål å omgå tilbudsplikten, vil det kunne foreligge et «særlig tilfelle». Kontrari viser til at transaksjonen derimot var industrielt meget godt begrunnet, og da er det helt legitimt å tilpasse den til reglene om tilbudsplikt. Som parallell viser Kontrari til skatteretten, der flere lovlige modeller ikke medfører en plikt til å velge den som gir mest skatt.

Kontrari mener ordlyden angir at det skal være en høy terskel for å fravike lovens utgangspunkt om at fusjon ikke utløser tilbudsplikt. Kontrari peker på at det samme følger av forarbeidene. Det er en snever unntaksregel, som følge av et uttrykkelig valg og en interesseavveining.

Kontrari går nærmere inn på hensynene bak unntaket for fusjon i reglene om tilbudsplikt, herunder generelle betraktninger knyttet til skatte- og selskapsrettslige kontinuitetsprinsipper. Kontrari viser til at fusjon skal kunne fungere som redskap i forbindelse med ønskede restruktureringer.

Kontrari anfører videre at et element i vurderingen av om det foreligger et «særlig tilfelle», vil være hvordan hensynet til minoritetsaksjonærene er ivaretatt. Kontrari viser til at norsk allmennaksjelov gir et sterkt vern av minoritetsaksjonærer, men at selskaper notert på børsen underlagt utenlandsk selskapslovgivning ikke nødvendigvis gis samme vern, herunder ved fusjoner. Kontrari mener det er i slike fremmedartede fusjoner at unntaket for «særlige tilfeller» primært bør kunne anvendes. Kontrari presiserer at de er enige med Tidships i at det ikke er automatikk i at der reglene i allmennaksjeloven er fulgt, så foreligger det ikke et «særlig tilfelle», men bemerker at når man ser på hensynene som begrunner unntak for fusjon, så vil disse nesten alltid være ivaretatt der det ikke finnes selskapsrettslige innsigelser av betydning mot likebehandlingen av aksjonærene i prosessen.

Kontrari mener det er feil når Tidships anfører at unntaket for fusjon synes «å være begrunnet i en normalsituasjon der en aksjonær ikke får tilbudsplikt som følge av omstendigheter utenfor egen kontrollsfære». Kontrari viser til at det kun er tilfeller der det overdragende selskapet verdsettes til mer enn dobbelt så mye som overtakende selskap at en aksjonær med under 50 % i det overdragende selskapet, og dermed uten full kontroll over sammensetningen i styret som vedtar fusjonsplanen, vil kunne oppnå mer enn 1/3 av aksjene i det fusjonerte selskapet. I alle andre tilfeller må aksjonæren ha mer enn 50 % eierandel i det overdragende selskapet, og dermed kontroll på styrets beslutning om å inngå fusjonsplanen, for å kunne passere 1/3 i det fusjonerte selskapet. Kontrari viser til at fusjonsunntaket også gjelder i disse tilfellene, og legger derfor til grunn at lovgiver klart har tillatt tilfeller der en part aktivt, dvs. med kontroll i styret i det overdragende selskapet vedtar en fusjon som resulterer i at man oppnår mer enn 1/3 av stemmene i det noterte selskapet.

Kontrari mener hensynene ikke svekkes av at fusjonen henger sammen med aksjekjøpet. Det vises til at fusjonen uansett vil gi Kontrari eierskap på 61 %, at det er hensiktsmessig og neppe uvanlig å strukturere transaksjoner slik, og at det følger av fusjonsplanen at en forutsetning er det forutgående aksjesalget. Kontrari peker på at minoritetsaksjonærene kan prøve vedtakelsen av fusjonsplanen etter reglene om myndighetsmisbruk og dermed er ivaretatt.

Kontrari fastholder at det ikke betales en kontrollpremie og viser til verdivurderinger som inkluderer antatte synergieffekter i tillegg til substansverdien i Belships. Kontrari understreker at dette ikke er en begrunnelse som er konstruert i ettertid. Sonata tok initiativ til transaksjonen, og transaksjonen var lagt opp som en auksjonsprosess administrert av ABG. Kontrari bemerker at det er skuffende at ikke markedets prising gikk opp etter annonsering av fusjonen, men mener dette kan skyldes andre forhold, herunder den generelle nedgangen i aksjekurser og i tillegg reduserte rater i deler av shippingmarkedet. Til anførselen om manglende omtale i prosessavtalen av 6. juli 2018, anfører Kontrari at de ikke ville være naturlig å si noe om bakgrunnen, da dette var en prinsippavtale på overordnet nivå der hovedbetingelser og fremdriftsplan skulle angis.

Til Tidships konkrete anførsler om misforholdet mellom børskursen og verdsettelsen i aksjekjøpet og fusjonen, bemerker Kontrari at Tidships ikke har angitt hva de mener er feil med verdsettelsen, og videre at Tidships ikke tidligere har stilt spørsmål ved verdsettelsen, selv om disse har vært tilgjengelige for markedet (herunder aksjonærene).

Kontrari viser til at Lighthouse ikke er børsnotert, noe som gjorde det mindre aktuelt å bruke børskurser til å beregne bytteforholdet. I stedet benyttet man substansvurderinger med skipstakster og nåverdiberegninger av kontantstrømmer i management-selskapene. Kontrari anfører at det har en egenverdi å benytte samme beregningsmetode for begge sider av bytteforholdet. Dessuten var begge parter enige om at børskursen var for lav.

Når det gjelder anførselene om allmennaksjeloven, erkjenner Kontrari at Sonata med kontroll over 68 % av aksjene alene kunne stemme gjennom fusjonen, og at Sonata hadde forpliktet seg til et slikt vedtak overfor Kontrari. Samtidig anfører Kontrari at allmennaksjelovens regler om myndighetsmisbruk gjelder. Disse er samtidig ikke til hinder for stemmegivningen i saken, der aksjonærene har stemt til fordel for egne interesser. Kontrari bemerker for øvrig at det var styret i Belships som fremmet forslaget om fusjonen, og at bytteforholdet var fremforhandlet etter en omfattende prosess. Uavhengig revisor uttalte seg om bytteforholdet, som ble funnet rimelig og saklig begrunnet.

## **8. TILSVAR FRA BELSHIPS**

Belships sendte 21. januar 2019 et tilsvarende til klagen. Belships mener vedtaket er korrekt, både i resultat og begrunnelse. Belships slutter seg i det store og hele til anførselene fra Kontrari, men påpeker i tillegg enkelte faktiske forhold. Under ABGs auksjonsprosess var de i kontakt med totalt 27 potensielle kjøpere, hvorav 11 indikerte en interesse i Belships og åtte skisserte et tilbud til Sonata. Tidships ble også kontaktet. Av de åtte var det tre som skilte seg ut som mest attraktive, herunder Kontrari. Samtlige inneholdt kjøp av aksjer fra Sonata samt fusjon med Belships. De øvrige to forslagene lå også godt over børskurs. Belships bemerker også at det i mange bransjer, herunder shipping, ikke er uvanlig at børskurs ikke reflekterer underliggende verdier i et selskap.

Styret og Sonata vurderte begge at Kontraris tilbud var det beste, bl.a. som følge av fremtidig strategi, lav transaksjonsrisiko og den gode industrielle begrunnelsen. Belships mener det er uforståelig at Tidships kan hevde at begrunnelsen for transaksjonen er kommet til i etterkant. Belships har også vanskelig for å forstå Tidships' anførsler om at mindretallsvernet i allmennaksjeloven ikke er tilstrekkelig. Det vises til reglene om dokumentasjon, saksbehandling og materielle krav, samt krav om kvalifisert flertall. I tillegg vises det til at Oslo Børs allerede har vurdert spørsmålet om likebehandling mellom aksjonærene, og konkludert med at det ikke var grunnlag for å overprøve Belships' vurdering av dette.

## **9. BØRSENS MERKNADER TIL KLAGEN**

Børsen slår fast at det ikke er kommet vesentlig ny informasjon i saken. Børsen opprettholdt vedtaket, og knyttet enkelte kommentarer til punktene i klagen.

### **9.1 Om forhåndsuttalelser**

Børsen mener forhåndsuttalelsene avgitt i saken er i samsvar med børsens praksis for slike. Det vises til behovet for forutberegnelighet, samtidig som børsen tar forbehold hva gjelder faktum i saken. Børsen oppfatter markedsaktørene slik at det er nødvendig og avklarende med forhåndsuttalelser, og at det må anses som en viktig del av rollen som tilbudsmyndighet. Til punktet om at disse ikke er offentliggjort, bemerker børsen at kompleksiteten og omfanget av en forhåndsuttalelse medfører at det ikke er gjennomførbart eller nødvendigvis avklarende å publisere alle forhåndsuttalelser. Børsen bemerker at den andre forhåndsuttalelsen (28. september 2018) ble offentliggjort, bl.a. fordi det var en fornyet vurdering i en sak med omfattende faktum.

### **9.2 Omgåelse av tilbudsplikt**

Børsen er ikke enig med klager i at det å anse en transaksjon som tilpasset reglene om tilbudsplikt, er inkonsistent med ikke å anse transaksjonen som en omgåelse. Børsen nevner at et kontrollskifte isolert sett kan skje uten at det nødvendigvis utløses tilbudsplikt. Videre understreker børsen at den ikke har lagt til grunn et krav om uttalt ønske om omgåelse, eller at omgåelse skal være eneste formål med transaksjonen, for at det skal foreligge et «særlig tilfelle». Børsen gjentar at det sentrale i vurderingen er om det sentrale i fusjonen er kontrollskiftet eller de forretningsmessige vurderingene og betingelsene for fusjonen, og konkluderer med at det i saken synes å foreligge en industrielt godt begrunnet fusjon. Børsen mener de har anlagt riktig lovanvendelse.

Børsen presiserer at den ikke anser «særlige tilfeller» for bare å kunne foreligge der det ikke er mulig å identifisere andre formål med en transaksjon enn omgåelse. Det fremgår heller ikke av vedtaket. Man må se på hva som er det sentrale elementet. Børsen finner ikke grunnlag i saken for å legge til grunn Tidships' anførsel om at den andre parten har begrunnet transaksjonen på en «forretningsmessig forsvarlig måte» i etterkant.

Børsen gjentar at påleggshjemmelen er en sikkerhetsventil som krever sterke grunner for å kunne brukes. Børsen legger videre til grunn at det er et bevisst lovgivningsvalg at kontrollskifte ved fusjon er unntatt tilbudsplikt. Oslo Børs mener det ikke er anlagt en for høy terskel for at det foreligger «særlige tilfeller».

Når det gjelder de konkrete anførselene fra Tidships om «særlige tilfeller», understreker børsen at den ikke anser det for å være en automatikk i at dersom allmennaksjelovens regler følges, så kan det ikke foreligge et «særlig tilfelle». Det er del av vurderingen, men ikke tilstrekkelig. I tillegg er det i saken nødvendig og avgjørende at fusjonen er forretningsmessig og industrielt godt begrunnet, at aksjeeiere ikke forskjellsbehandles, og at kontrollskiftet ikke er det sentrale. Børsen bemerker at lovens regler imidlertid bidrar til å sikre deler av dette. Børsen bemerker videre at den ikke er uenig i at det kan foreligge situasjoner der fusjonsreglene etter de konkrete omstendighetene i en sak ikke er egnet til å beskytte aksjeeierne, og der fusjon benyttes aktivt for å sikre kontroll uten å utløse tilbudsplikt. Børsen er imidlertid ikke enig med Tidships i at en slik situasjon foreligger i denne saken. Børsen er for øvrig heller ikke enig i Tidships' anførsel om at fusjonsunntaket bare er aktuelt der aksjeeier ikke får tilbudsplikt som følge av omstendigheter utenfor egen kontrollsfære – unntaket gjelder også der en part deltar aktivt i fusjonen.

I spørsmålet om det foreligger en kontrollpremie, innleder børsen med å understreke at rekkefølgen på aksjesalget og fusjonen er avgjørende for spørsmålet om tilbudsplikt. Børsen mener dette er et helt annet forhold enn vurderingen om «særlig tilfelle» ved fusjon. Videre mener børsen at et forutgående aksjekjøp og en fusjon kan være betinget av hverandre uten å utløse tilbudsplikt.

Børsen bemerker at spørsmålet om kontrollpremie ikke nødvendigvis er knyttet opp mot rekkefølgen av aksjekjøp og fusjon. Børsen mener videre det ikke nødvendigvis foreligger en kontrollpremie i saken. Børsen mener videre en eventuell kontrollpremie i et pliktig tilbud ikke i seg selv er avgjørende for en omgåelse av tilbudsplikten. Når det gjelder poenget om at børskursen ikke steg opp mot prisen i aksjekjøpet, mener børsen dette ikke er relevant fordi det er flere faktorer som kan være avgjørende for verdsettelsen. Børsen har for øvrig ingen ytterligere kommentarer om verdsettelsen i saken, utover det som fremgår av vedtaket.

Til anførselene knyttet til hvilket vern allmennaksjeloven gir minoritetsaksjonærene, viser børsen til at Sonata før fusjonen og aksjesalget eide 67,05 prosent av aksjene i Belships ASA, og dermed kunne stemme gjennom en fusjon på egen hånd. Børsen mener dette ikke kan vektlegges all den tid betingelsene i fusjonen er forretningsmessige og gjennomført i henhold til allmennaksjelovens regler. Minoritetsaksjonærene er på sin side beskyttet av reglene om myndighetsmisbruk og kravet om likebehandling.

## **10. SENERE MERKNADER I SAKEN**

### **10.1 Klagers merknader 7. februar 2019**

Tidships innga ytterligere kommentarer i saken i brev 7. februar 2019. Selskapet anser saken godt opplyst, og har derfor ikke ytterligere kommentarer til fremstillingen av faktum eller anførsler. Tidships finner imidlertid grunn til å kommentere uttalelser i Verdipapirhandellovutvalgets nylig avgitte NOU 2019: 1 om bl.a. overtakelsestilbud, der reglene om tilbudsplikt behandles (selv om det ikke foreslås endringer). Tidships mener utvalget på en god måte oppsummerer hva som ligger i «særlige tilfeller». For det første vises det til uttalelser på side 20 i NOU-en, om betydningen av fraværet av en kontrollpremie. Etter Tidships' vurdering indikerer det at en eventuell kontrollpremie er et sentralt element i

vurderingen av «særlige tilfeller». For det andre vises det til side 84, der det fremgår at påleggsadgangen «skal bidra til å ivareta de grunnleggende hensynene bak tilbudsreglene, herunder beskyttelse av minoritetsaksjeeierne, uavhengig av den konkrete prosessen rundt overtakelsen». Tidships peker på tidligere anførsler om at overprisen i aksjekjøpet utgjør en kontrollpremie som ikke har kommet øvrige aksjeeiere til gode, og at de grunnleggende hensynene bak reglene tilsier at tilbudsplikt pålegges. Tidships nevner for øvrig at synergiene fortsatt ikke har gjort seg gjeldende, og at aksjen nå handles for NOK 4,50.

Tidships anfører videre at utvalget mener omgåelse i seg selv ikke er et nødvendig vilkår for å pålegge tilbudsplikt, se NOU-en side 20 og side 84. Etter Tidships' oppfatning står dette i motsetning til børsens anførsel om at omgåelsen må være særlig fremtredende for at det skal foreligge «særlige tilfeller», samt anførselen fra Kontrari om at omgåelse må være eneste formål med en transaksjon.

Tidships viser også til at Sonata nettopp oppnådde målet om et nedsalg av sin posisjon i Belships og det til en betydelig høyere pris enn aksjekursen på tidspunktet, uten at øvrige aksjeeiere har kunnet ta del i dette. Tidships anfører at dette er i kjernen av hva reglene om tilbudsplikt skal ivareta og dermed begrunner pålegg om tilbudsplikt etter «særlige tilfeller».

### **10.2 Oslo Børs' merknader 11. februar 2019**

Oslo Børs innga enkelte merknader i brev 11. februar 2019 som svar til Tidships' anførsler 7. februar. Innledningsvis bemerker børsen at NOU 2019: 1 kun er utvalgets innstilling og dermed bare del av en pågående lovgivningsprosess. Børsen mener man må være varsom med å ta enkelte ord og uttrykk i en oppsummering av gjeldende rett til inntekt for eget syn. Børsen er ikke enig i at det kan utledes noe konkret for saken av sitatene på side 20 i NOU-en. Børsen viser videre til at utvalget ikke foreslår endringer i lovgivningen for tilbudsplikt, og deler ikke Tidships' vurdering av at NOU-en indikerer en endring av rettstilstanden.

Til de utvalgte sitatene til Tidships bemerker børsen at det første sitatet er innledet med «ved omgåelser», og at børsen allerede har redegjort for deres forståelse av når det foreligger omgåelse ved fusjoner. Børsen bemerker videre at sitatet om «fusjoner og fusjonslignende arrangementer eller andre strukturer» ikke skal forstås slik at «fusjonslignende arrangementer eller andre strukturer» alene kan begrunne pålegg om tilbudsplikt. Børsen viser til et annet sitat fra utredningen som børsen mener illustrerer at tillegget om fusjonslignende arrangementer eller andre strukturer, er beregnet på utenlandske foretak underlagt regelverk i land utenfor EU/EØS-området.

### **10.3 Kontraris og Belships' merknader 12. februar 2019**

Kontrari avga merknader 12. februar 2019 til Tidships' anførsler 7. februar 2019. Kontrari er enig med Tidships i at fraværet av en kontrollpremie ved fusjonstilfeller er et element i begrunnelsen for fusjonsgrunnlaget, noe Kontrari også mener Oslo Børs korrekt har vektlagt i vedtaket. Kontrari gjentar at det ikke betales en kontrollpremie i saken. Til Tidships' sitater om omgåelsestilfeller, bemerker Kontrari at de ikke er enig i at transaksjonen i saken er et eksempel på «fusjonslignende arrangementer eller andre strukturer som er valgt nettopp for å omgå tilbudsplikt». Det vises til de tidligere anførte begrunnelsene for transaksjonen. For øvrig gjentas en anførsel om at klar lovhjemmel er nødvendig for å pålegge tilbudsplikt som følge av det inngrepet det utgjør.

I brev samme dato slutter Belships seg til Kontraris anførsler. Belships bemerker også at dersom det legges til grunn at prisen i en forutgående aksjetransaksjon før en fusjon vil kunne medføre at det foreligger særlige grunner for tilbudsplikt, vil det kunne skape en svært uklar og lite forutsigbar rettsstilling. Belships anfører at det i så fall må gis klar veiledning om



størrelsen på eierandelen som kan kjøpes og hvor kort tid det må gå mellom aksjetransaksjonene og fusjonen for at et slikt synspunkt skal kunne legges til grunn.

#### **10.4 Tidships' merknader 15. februar 2019**

I brev 15. februar 2019 uttrykker Tidships uenighet med børsens vurderinger av NOU 2019: 1 og uttalelsene som fremgår der. Særlig er Tidships uenig med børsen i at utvalgets uttalelser om «fusjonslignende arrangementer eller andre strukturer» på side 84 kun gjelder utenlandske fusjonslignende arrangementer. Det vises særlig til at det på et annet sted på side 84 nettopp vises til utenlandske regler. Tidships viser til at det heller ikke er støtte for et slikt syn i gjeldende forarbeider.

Til anførselen om behovet for klare regler, bemerker Tidships at så lenge det foreligger «særlige tilfeller» er lovhjemmelen klar, og videre at når det gjelder behovet for klar veiledning, kan det her vises til at det foreligger to transaksjoner som er nøye koordinert og gjensidig betinget av hverandre. Tidships mener det ikke er behov for ytterligere veiledning om hva som er en omgåelse. Pålegg om tilbudsplikt vil dermed ikke være til hinder for en klar og forutsigbar rettstilstand.

### **11. BØRSKLAGENEMNDENS BEMERKNINGER**

#### **11.1 Generelt om regelverket**

Saken gjelder spørsmålet om den foreliggende fusjonen – sett i sammenheng med den forutgående aksjetransaksjonen – er et særlig tilfelle som medfører at tilbudsmyndigheten kan, og eventuelt bør, pålegge tilbudsplikt, jf. verdipapirhandelloven § 6-2 andre ledd jf. første ledd nr. 3.

Det sentrale hensynet 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. Samtidig skal tilbudspliktreglene ta hensyn til behovet for strukturendringer i næringslivet, jf. NOU 2005: 17 Om overtakelsestilbud, punkt 6.4.

I NOU 1996: 2 Verdipapirhandel ble spørsmålet om tilbudsplikt ved fusjon vurdert. Verdipapirhandellovutvalget foreslo at det skulle gis særskilt unntak for tilbudsplikt ved erverv av aksjer i en fusjon, og uttalte følgende (på side 111):

Verdipapirhandellovutvalget viser til at fusjonsavtaler etter aksjeloven § 14-4 skal godkjennes av selskapenes generalforsamlinger. Beslutningen krever tilslutning fra minst to tredjedeler såvel av de avgitte stemmer som av den aksjekapital som er representert på generalforsamlingen. I børsforskriften kap. 17 er det nå gitt regler om prospekt ved fusjoner. Det følger av forskriftens § 17-1 at ved fusjon av selskaper med børsnoterte aksjer, skal ett av selskapene utarbeide prospekt som inneholder nærmere spesifiserte opplysninger. Ved fusjon hvor ett av selskapene ikke har børsnoterte ak[s]jer, kan børsen frita fra plikten til å utarbeide prospekt når fusjonen ikke har betydning for vurderingen av de børsnoterte aksjene eller når særlige grunner for øvrig tilsier det. Fusjonsprospektet skal etter forskriften § 17-2 offentliggjøres og sendes aksjonærene i de fusjonerende selskapene senest samtidig med innkallingen til generalforsamling for behandling av forslaget til fusjon.

Etter utvalgets syn ivaretar den prosedyre aksjeloven og børsforskriften legger opp til, hensynet til aksjonærene i de to selskapene som ønskes fusjonert. Aksjonærene fatter

beslutningen om fusjon på bakgrunn av de opplysninger om selskapet som skal fremgå av prospektet. Aksjonærene behandles likt med hensyn til utbetaling av fusjonsvederlag og det vil ikke foreligge noen kontrollpremie som i henhold til tilbudspliktreglene bør komme minoritetsaksjonærene til gode. I tillegg vises det til at aksjelovens alminnelige minoritetsvernsregler gjelder på vanlig måte. Det vises til § 9-16 som fastsetter at generalforsamlingen ikke kan treffe beslutning som er egnet til å gi visse aksjeeiere eller andre en urimelig fordel på andre aksjeeieres eller selskapets bekostning, og § 15-1 om erstatningsansvar for bl.a. medlemmer av ledelsen og aksjeeiere for skade som vedkommende uaktsomt eller forsettelig volder selskapet, aksjeeiere eller andre under utøvelsen av sin oppgave. Dersom fusjonen får tilstrekkelig flertall på generalforsamlingen kan ikke utvalget se at det er hensyn som tilsier at minoritetsaksjonærene i det ene av de fusjonerende selskapene skal gis adgang til å trekke seg ut av selskapet etter reglene om tilbudsplikt dersom en tidligere aksjonær i det andre selskapet som følge av utstedelse av vederlagsaksjer når opp i en andel på 40 % av aksjene i det fusjonerte selskapet. Vedkommende kontrollerende aksjonær vil som nevnt ha mottatt vederlagsaksjer på samme betingelser som de øvrige aksjonærene. Det vil derfor ikke foreligge noen kontrollpremie som bør fordeles på de øvrige aksjonærene. Utvalget foreslår etter dette at tilbudspliktreglene ikke gis anvendelse der grensen for tilbudsplikt overskrides ved mottak av vederlagsaksjer i forbindelse med fusjon (...).

I NOU 1996: 2 foreslo verdipapirlovutvalget at børsen i «særlige tilfeller» skulle kunne pålegge tilbudsplikt ved erverv av aksjer ved arv, gave eller som vederlag ved skifte. For erverv ved fusjon og fisjon ble det ikke foreslått å gi en slik hjemmel for børsen.

I sin høringsuttalelse til verdipapirlovutvalgets forslag foreslo Oslo Børs at det også skulle kunne pålegges tilbudsplikt ved erverv av aksjer i form av vederlag ved fusjon. Det ble vist til at «det også ved slike erverv kan tenkes konstruksjoner som bare er begrunnet i å unngå tilbudsplikt», se Ot.prp. nr. 29 (1996-1997) punkt 9.2.4. Børsen viste særlig til at utvidelsesområdet for fusjonsreglene i utkastet til ny lov om allmennaksjeselskaper ville bli vesentlig utvidet, jf. allmennaksjeloven § 13-2 første ledd.

Departementet uttalte følgende i Ot.prp. nr. 29 (1996-1997) punkt 9.2.4:

Departementet slutter seg til de foreslåtte unntak fra tilbudsplikten ved erverv i form av arv, gave, skifte samt vederlagsaksjer ved fusjon eller fisjon. På bakgrunn av Oslo Børs høringsuttalelse foreslås det at børsen i særlige tilfeller kan pålegge tilbudsplikt i forbindelse med alle de nevnte ervervsformer, dvs. også ved fusjon eller fisjon. Departementet antar at slikt pålegg i praksis vil være mest aktuelt i forbindelse med erverv i form av arv, gave eller skifte.

I verdipapirhandelloven 1997 ble unntaket for tilbudsplikt ved fusjoner inntatt i § 4-2 første ledd nr. 3. I bestemmelsens tredje ledd fikk børsen hjemmel til å pålegge tilbudsplikt i «særlige tilfeller» også ved fusjoner og fisjoner.

Rådsdirektiv 2004/25/EF om overtakelsestilbud ble vedtatt i april 2004 (Overtakelsesdirektivet). I NOU 2005:17 Om Overtakelsestilbud fremmes det forslag om endringer i verdipapirhandelloven, blant annet for å få det norske regelverket i samsvar med direktivet. Hva angår tilbudsplikt ved fusjon bemerket utvalget at ervervsbegrepet i direktivet ikke har uttrykkelige unntak for særlige typer erverv som blant annet vederlag ved fusjon, jf. punkt 5.2. Utvalget bemerket så følgende på side 23:

Utvalget viser til utredningen pkt. 3.1 om adgang til å foreta presiseringer og oppstille unntak fra nasjonale bestemmelser som gjennomfører direktivets bestemmelser. Art. 5(1) oppstiller en helt generell bestemmelse om krav til tilbudsplikt, og det er derfor nødvendig med visse presiseringer og unntak ved den nasjonale implementering av bestemmelsen. Utvalget foreslår at de særskilte bestemmelsene for visse typer erverv i vphl. § 4-2 første og tredje ledd, samt unntaket for finansinstitusjoners erverv av aksjer for å unngå eller begrense tap på engasjement etter vphl. § 4-3, videreføres. De nevnte unntak innebærer ingen vesentlig begrensning av tilbudspliktreglernes nedslagsfelt, og må anses for å være i overensstemmelse med direktivets prinsipp om likebehandling av aksjeeiere, jf. art. 3(1) bokstav a). **Utvalget vil samtidig understreke at tilbudsmyndigheten ved praktiseringen av reglene må sikre at direktivets prinsipper overholdes.**

I Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) ble forholdet mellom norsk rett og Overtakelsesdirektivet nærmere vurdert. Det heter i kapittel 24 blant annet følgende:

En viktig forskjell mellom direktivet og norsk rett (både mht forhold som allerede er regulert i norsk rett og nye forhold) er at direktivet oppstiller et rammeverk for overtakelsestilbud som består av prinsipper og et begrenset antall generelle bestemmelser, mens norsk rett inneholder mer spesifikke bestemmelser og krav.

Direktivet åpner imidlertid for at det kan fastsettes mer detaljerte regler i nasjonal rett, jf. direktivets fortale punkt 26. Videre er flere av direktivets bestemmelser valgfrie, i den forstand at den enkelte medlemsstat kan velge om de ønsker å gjennomføre direktivbestemmelsene eller ikke. I tillegg er enkelte av direktivets bestemmelser utformet slik at de inneholder minimumsregler sett i forhold til gjeldende norsk rett.

Det legges opp til å videreføre det norske systemet med den mer presise og detaljerte reguleringen av overtakelsestilbud. Det anses ikke hensiktsmessig å endre det norske regelsystemet til et prinsippbasert system. Etter departementets syn vil et system basert på presise og detaljerte regler legge til rette for økt forutberegnlighet for markedsaktørene i forhold til et mer prinsippbasert system.

En regulering av oppkjøpssituasjoner vil generelt sett bidra til å legge til rette for å skape den tilliten som anses nødvendig for et velfungerende verdipapirmarked. Utformingen av regulering av overtakelsessituasjoner må nødvendigvis balanseres mellom hensyn av til dels ulik karakter. De sentrale hensynene bak regler om tilbudsplikt er som nevnt å sikre minoritetsaksjeeiere i målselskapet en viss beskyttelse og å sikre likebehandling av aksjeeiere. Disse hensynene må vurderes opp imot behovet for samfunnsnyttige strukturendringer i næringslivet.

Hva angår tilbudsplikt for fusjoner, ga departementet sin tilslutning til NOU'ens merknader på side 23 som sitert ovenfor (se side 364-365).

Basert på det ovenstående ble ny verdipapirhandellov vedtatt i 2007, der nevnte § 4-2 første og tredje ledd om unntak fra tilbudsplikt ved fusjon og hjemmelen til å pålegge tilbudsplikt i «særlige tilfeller» ble videreført i § 6-2 første og annet ledd. Dette er et eksempel på at de norske reglene åpner for unntak som ikke følger direkte av direktivet, men supplert av en skjønnsmessig hjemmel for tilbudsmyndigheten til likevel å pålegge tilbudsplikt, blant annet med sikte på å ivareta prinsippene i direktivet.

Det følger således av de ovenstående sitatene fra NOU 2005: 17 side 23 og Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) at de grunnleggende prinsippene i Overtakelsesdirektivet skal tillegges betydning ved tolkningen og praktiseringen også av de norske reglene. Dette gjelder blant annet direktivets Art. 3 nr. 1 bokstav (a) som fastsetter at aksjeeierne i samme klasse skal behandles likt.

Børsklagenemnden bemerker at den ikke anser at de norske forarbeidene og Overtakelsesdirektivet gir uttrykk for forskjeller av betydning som tolkningsmomenter for vurderingen som skal gjøres etter verdipapirhandelloven § 6-2 annet ledd. Som det fremgår av sitatet fra NOU 1996:2 side 111, gjengitt ovenfor, var likebehandlingen av aksjonærene ved fusjoner en vesentlig begrunnelse for at fusjoner ble unntatt fra tilbudsplikt.

Når det skal vurderes om det foreligger et «særlig tilfelle» som innebærer at tilbudsplikt skal pålegges, vil det således ha stor betydning om de hensyn som begrunner unntaket fra tilbudsplikt ved fusjoner, foreligger. Dette inkluderer likebehandling av aksjonærene, at det ikke betales en kontrollpremie eller annen særfordel til enkeltaksjonærer, samt at prosedyrer og regelverk er fulgt ved gjennomføringen av fusjonen. Dersom en fusjon som innebærer en kontrollovergang ikke oppfyller de ovenstående hensynene kan det være grunnlag for å pålegge tilbudsplikt etter verdipapirhandelloven § 6-2 annet ledd. Samtidig må det tas hensyn til lovgivers uttalte forutsetning om at tilbudspliktreglene skal være forutberegnelige og ikke unødig hindre nødvendige strukturendringer i næringslivet.

Oslo Børs har i sitt vedtak lagt til grunn at en sentral problemstilling ved spørsmålet om det foreligger en omgåelse av tilbudsplikten og derved et særlig tilfelle vil være «hvorvidt kontrollskifte er det sentrale ved fusjonen og om transaksjonen er strukturert med det formål å oppnå et kontrollskifte uten å utløse tilbudsplikt» (vedtaket side 13). I sin konkrete vurdering tok børsen utgangspunkt i at spørsmålet var om det var «kontrollskiftet i seg selv eller de forretningsmessige vurderinger og betingelser ved fusjonen som er det sentrale elementet». Oslo Børs konkluderte med at «kontrollskifte ikke er det sentrale ved fusjonen, at transaksjonen ikke er strukturert med det formål å oppnå et kontrollskifte uten å utløse tilbudsplikt til øvrige aksjeeiere i Belships, og dermed at det ikke kan anses å foreligge en omgåelse av tilbudsplikten».

Børsklagenemnden er enig med Oslo Børs i at formålet med transaksjonen har betydning ved vurderingen. Nemnden er imidlertid ikke enig med Oslo Børs i at det uten videre er avgjørende hva som er det «sentrale elementet» i transaksjonen. Selv om en fusjon er forretningsmessig velbegrunnet – og det hovedsakelige formålet med fusjonen dermed ikke er å unngå tilbudsplikt – kan det være grunnlag for å pålegge tilbudsplikt, dersom de hensyn som begrunner at fusjoner er unntatt fra tilbudsplikt – se gjennomgangen av dette ovenfor – ikke er til stede i det konkrete tilfellet.

Basert på de ovenstående generelle betraktningene vil Børsklagenemnden vurdere spørsmålet om å pålegge tilbudsplikt i denne saken.

### **11.2 Den konkrete vurdering**

Spørsmålet er etter dette om det i foreliggende tilfelle foreligger et «særlig tilfelle» som innebærer at Kontrari kan pålegges tilbudsplikt, og om Kontrari bør pålegges tilbudsplikt, jf. verdipapirhandelloven § 6-2 annet ledd. Børsklagenemnden har full kompetanse i saken, og kan også prøve det skjønns Oslo Børs har utvist.

Transaksjonene bestod av to elementer – et aksjesalg og en trekantfusjon – som ble avtalt mellom Sonata og Kontrari i sammenheng. Aksjeervervet brakte Kontraris eierandel i

Belships opp i 30,2 prosent. Gjennom trekantfusjonen overførte Kontrari eiendeler i form av aksjer i datterselskaper til et datterselskap av Belships mot vederlag i aksjer i Belships. Ved denne fusjonen ble Kontraris eierandel i Belships økt til 68,78 prosent av aksjene.

Fusjonen ble godkjent i ekstraordinær generalforsamling i Belships 26. oktober 2018. Aksjetransaksjonen ble gjennomført 31. oktober 2018. Fusjonen ble registrert i Foretaksregisteret 10. desember 2018.

Dersom en transaksjon struktureres for å unngå tilbudsplikt, er dette i seg selv verken nødvendig eller tilstrekkelig til at det foreligger et «særlig tilfelle» etter verdipapirhandelloven § 6-2 annet ledd. Det er i utgangspunktet helt legitimt å tilpasse seg det relevante regelverket slik at uønskede konsekvenser – i dette tilfellet tilbudsplikt – ikke oppstår. Det kan heller ikke anses uvanlig at en part i en fusjon har kjøpt seg opp i fusjonspartneren i forkant av fusjonen.

Tidships har gjort gjeldende at hensynene bak unntaket fra tilbudsplikt for fusjoner ikke gjør seg gjeldende i tilfeller som det foreliggende, der fusjonsinstituttet benyttes aktivt for å sikre overføring av kontroll fra en dominerende aksjonær til en annen. Børsklagenemnden er ikke enig i dette. En kontrollovergang er ikke et uvanlig element ved fusjoner. Ved fusjoner av selskap med ulik størrelse, vil et kontrollskifte kunne være en nødvendig konsekvens av aksjelovgivningens regler. Unntaket for tilbudsplikt gjelder som alminnelig utgangspunkt generelt for fusjoner, også der kontrollen overføres fra en kontrollerende aksjonær til en annen. En annen løsning ville undergravet mye av formålet med å unnta fusjoner fra tilbudsplikt. Men også i disse situasjonene må det vurderes om de hensyn som begrunner unntak fra tilbudsplikt foreligger, eller om det foreligger et «særlig tilfelle» som gir grunnlag for å pålegge tilbudsplikt.

Fusjonen innebar en sammenslåing av virksomhetene til henholdsvis Belships og Kontrari. Belships flåte på sju skip ble ved fusjonen tilført ni skip, slik at den fusjonerte virksomheten hadde en flåte på 16 skip. Kontrari tilførte også en kommersiell managementvirksomhet basert i Bangkok som – i følge fusjonsplanen – komplementerte Belships tekniske operasjon og bemanningsvirksomhet basert i Singapore. Børsklagenemnden har ikke grunn til å betvile disse opplysningene. Nemnden bemerker også – basert på anførselene gjort gjeldende av klagerne – at den ikke kan se at begrunnelsen for fusjonen er konstruert i etterkant. Transaksjonen og begrunnelsen for den ble skissert allerede i børsmelding 6. juli 2018.

Sammenslåingen fremstår således kommersielt begrunnet og som en sammenslåing som i utgangspunktet naturlig faller inn under de tilfellene unntaket fra tilbudsplikt ved fusjoner etter verdipapirhandelloven § 6-2 første ledd er ment å omfatte.

Et av hensynene for å unnta fusjoner fra tilbudspliktreglene er at børsregelverket og aksjelovgivningen inneholder prosedyrer og regler som beskytter minoritetsaksjonærene. Børsklagenemnden har ingen opplysninger som tilsier at disse prosedyrene ikke er fulgt i dette tilfellet. Det kan i den sammenheng ikke ha betydning at Sonata hadde en eierandel i Belships som medførte at Sonata kunne stemme gjennom fusjonen alene. Aksjelovgivningens minoritetsvernsregler gjelder også i slike tilfeller. Det er nok riktig at disse minoritetsvernsreglene er mindre effektive i forhold til å ivareta formålet med tilbudspliktreglene enn det vil være å pålegge tilbudsplikt, men det kan ikke ha avgjørende betydning. Transaksjoner mellom en kontrollerende aksjonær og fusjonspartneren – som inkluderer avtaler om aksjeerverv og forpliktelser om stemmegivning for en fusjon – er det imidlertid grunn til å vurdere med særlig aktsomhet.

Klagerne har gjort gjeldende at verdien av Belships både i aksjekjøpet og i fusjonen er fastsatt betydelig høyere enn hva markedets vurdering av verdien av aksjene i Belships tilsier. I fusjonen ble Belships verdsatt til NOK 6,60 per aksje, mens prisen i aksjetransaksjonen var NOK 7 per aksje. Dette er betydelig over historisk aksjekurs. Sluttkursen dagen før transaksjonen ble offentliggjort 6. juli 2018 var NOK 5,46. Klagerne gjør gjeldende at det i aksjetransaksjonen betales for kontroll. Prisen i aksjetransaksjonen er prisen Sonata krevde for å oppgi kontroll og samtidig forpliktet seg til å stemme gjennom fusjonen. Dette er kjernen i hva som utgjør en kontrollpremie.

Kontrari har gjort gjeldende at bytteforholdet og verdsettelsen i fusjonen var markedsmessig. Lighthouse var ikke børsnotert, og partene valgte å basere verdiberegningene på substansverdier med utgangspunkt i skipstakster og nåverdiberegning av kontantstrømmer i managementselskapene. Det uttales at det «ikke [er] uvanlig at man i forbindelse med et oppkjøp eller en fusjon beregner en annen substansverdi enn det børskursen viser» (brev fra Wikborg Rein Advokatfirma 16. januar 2019). Kontrari hevder videre at det ikke er betalt noen kontrollpremie i aksjetransaksjonen. I brevet 16. januar 2019 uttales det at prisen på NOK 7 per aksje «dekker beregnet substansverdi av Belships med et mindre tillegg for antatte synergier som følge av sammenslåing med Lighthouse». I et tidligere brev 17. august 2018 fra Wikborg Rein Advokatfirma til Oslo Børs uttales det at prisen på NOK 7 «reflekterer ... partenes oppfatning om verdien på aksjene i det sammenslåtte selskapet» og at prisen «følgelig ikke [kan] sammenlignes med børskursen da avtalen ble inngått». Det heter videre at den «forventede styrkingen av selskapets stilling som følge av fusjonen er noe som vil komme alle selskapets aksjonærer til gode».

Børsklagenemnden finner ikke grunn til å gå nærmere inn på verdsettelsen av Belships i fusjonen isolert sett. For Børsklagenemnden fremstår den sentrale problemstillingen å være sammenhengen mellom fusjonen og aksjetransaksjonen og det særlige vederlaget Sonata oppnådde ved aksjesalget. Gjennomføringen av den forutgående aksjetransaksjonen var betinget av den etterfølgende fusjonen og Sonata forpliktet seg til å stemme for fusjonen i generalforsamlingen i Belships. Fusjonen var på samme måte betinget av at aksjetransaksjonen ble gjennomført. Det er i en slik situasjon naturlig å vurdere om transaksjonene samlet sett innebærer at det foreligger et slikt «særlig tilfelle» at tilbudsplikt kan og bør pålegges.

Børsklagenemnden må derfor også vurdere omstendighetene rundt og konsekvensene av den *forutgående aksjetransaksjonen*.

Konsekvensen av aksjetransaksjonen var at Sonata som eneste aksjonær fikk et kontantvederlag for en betydelig del av sine aksjer. Prisen ble fastsatt til NOK 7 per aksje, noe som tilsvarte en overpris på 28 prosent sett i forhold til børskursen på dette tidspunktet (NOK 5,46). De øvrige aksjonærene i Belships mottok ikke noe kontantvederlag, men ble gjennom fusjonen eiermessig utvannet.

I sitt vedtak tok ikke Oslo Børs endelig stilling til om Kontrari betalte en kontrollpremie i aksjetransaksjonen. Børsen la til grunn at det «ikke nødvendigvis foreligger en kontrollpremie», blant annet basert på at de hadde «forståelse for» Kontraris anførsel om at merprisen i aksjetransaksjonen var begrunnet i synergiene fusjonen medførte for det sammenslåtte selskapet og dermed ikke kunne sammenlignes med børskursen da avtalen ble inngått.

Som det følger av det ovenstående, er et av hensynene for å unnta fusjoner fra tilbudsplikt at

det ikke betales noen kontrollpremie eller annen særfordel til enkeltaksjonærer, da alle aksjonærer behandles likt ved utbetaling av fusjonsvederlaget.

En kontrollpremie reflekterer regulært den pris over aktuell børs kurs som betales for en kontrollerende aksjepost. Prisingen reflekterer også det forhold at det over børs typisk omsettes mindre poster.

Som nevnt over har Kontrari gjort gjeldende at merprisen i forhold til børs kursen ikke utgjør en kontrollpremie, men en kombinasjon av de underliggende substansverdier i Belships samt synergieffektene i det sammenslåtte selskapet.

Når det gjelder de underliggende substansverdier i Belships, vil Børsklagenemnden påpeke at en merpris i forhold til børs kurs for å oppnå kontroll, ofte vil være begrunnet i at kjøper ved å oppnå kontroll lettere får tilgang til de underliggende verdier i målselskapet. Den faktiske realitet i denne saken er at Sonata var den eneste aksjonæren i Belships som fikk tilgang til deler av den underliggende substansverdien i form av kontantvederlag. Den etterfølgende utvikling – selv om den ikke er avgjørende – har ikke gitt Belships øvrige aksjonærer mulighet til å realisere aksjer på de nivåene Sonata oppnådde i aksjetransaksjonen.

Det ovenstående er også dekkende for tilgangen til synergieffektene i det sammenslåtte selskapet. Også her fikk Sonata en mulighet til å realisere denne verdien i forkant av fusjonen. Det er for Børsklagenemnden vanskelig å forstå begrunnelsen for at Sonata alene skulle få anledning til å realisere denne verdien ved salg av aksjer i Belships. Forholdet underbygger uansett den nære relasjonen mellom aksjetransaksjonen og fusjonen.

Sonata gjorde sin aksept av fusjonen betinget av at de mottok et kontantvederlag på MNOK 100 for deler av aksjene de eide i Belships. Kontrari ville kun kjøpe aksjene på betingelse av at Sonata godkjente fusjonen. Gjennom de to transaksjonene ble kontrollen i Belships overført fra Sonata til Kontrari. Børsklagenemnden finner det naturlig å anse merprisen i aksjetransaksjonen som en kontrollpremie eller tilsvarende særfordel.

Som nevnt tidligere, er Børsklagenemnden ikke enig med Oslo Børs i at det avgjørende spørsmålet ved vurderingen av om det skal pålegges tilbudsplikt er om det er kontrollskiftet eller de forretningsmessige vurderinger og betingelser som er det «sentrale elementet» i transaksjonene. Også ved forretningsmessig vel begrunnede fusjoner må det vurderes om de hensyn som begrunner unntaket fra tilbudsplikt, foreligger i det konkrete tilfellet.

I denne saken er forholdet at Sonata – som dominerende aksjonær i Belships – har inngått en avtale med Kontrari som inneholdt to elementer. Det ene var en realisering av et stort antall aksjer til en kurs som lå betydelig over aksjekursen i Belships. Det andre elementet var fusjonen mellom Belships og Kontrari. Sonata ville ikke motta vederlaget i aksjetransaksjonen med mindre de stemte for fusjonen og de ville ikke stemme for fusjonen uten at de mottok vederlaget i aksjetransaksjonen. Når de to transaksjonene på denne måten er gjort gjensidig avhengig av hverandre, fremstår merprisen over aksjekurs i aksjetransaksjonen som en kontrollpremie eller tilsvarende særfordel, og uansett som en forskjellsbehandling i forhold til de øvrige aksjonærene. Forskjellsbehandlingen synes vanskelig å harmonere med de føringer som følger av Overtakelsesdirektivet Artikkel 3, og som etter de norske forarbeidene skal ivaretas ved lovanvendelsen. Forskjellsbehandlingen er også vanskelig å forene med de hensyn som etter de norske forarbeidene begrunner at fusjoner er unntatt fra tilbudsplikt.

Likebehandling av aksjonærene – særlig med hensyn til betaling av fusjonsvederlaget – er

som nevnt et av de grunnleggende hensyn som begrunner unntaket fra tilbudsplikt i fusjonstilfellene. I denne saken er den faktiske realitet at Sonata har realisert en merverdi gjennom transaksjonene som ikke har kommet de øvrige aksjonærene til gode. Merprisen i forhold til børskurs var på 28 prosent og fremstår som betydelig. Når denne merverdien er oppnådd i forbindelse med at en kontrollerende aksjonær forpliktet seg til å stemme for en fusjon der kontroll overføres fra den kontrollerende aksjonæren til fusjonsmotparten, svikter en vesentlig forutsetning for at fusjonen ikke utløser tilbudsplikt.

Det har også betydning for Børsklagenemndens vurdering at påleggelse av tilbudsplikt innebærer en betydelig forpliktelse. Det er derfor viktig at reglene og anvendelsen av disse er forutsigbare for aktørene. Børsklagenemnden understreker derfor at det for nemnden har vært avgjørende at aksjetransaksjonen og fusjonen var gjensidig betinget av hverandre, og at den kontrollerende aksjonæren i Belships gjennom aksjetransaksjonen realiserte en betydelig merpris som de øvrige aksjonærene ikke fikk del i.

Børsklagenemnden har etter dette konkludert med at det foreligger et «særlig tilfelle» etter verdipapirhandelloven § 6-2 annet ledd. Slik bestemmelsen er formulert, er det ingen plikt for tilbudsmyndigheten å pålegge tilbudsplikt selv om vilkårene er oppfylt. På bakgrunn av de hensyn som gjør seg gjeldende, jf. fremstillingen ovenfor, mener nemnden at det bør pålegges tilbudsplikt i denne saken.

Børsklagenemnden har etter dette konkludert med at Kontrari AS og Kontrazi AS pålegges tilbudsplikt. Det er ikke omstridt at disse to selskapene må konsolideres, jf. verdipapirhandelloven § 6-5.

Tilbudsprisen fastsettes til NOK 7 per aksje. Prisen er det høyeste vederlag tilbyderen har betalt eller avtalt i perioden 6 måneder før tilbudsplikten inntrådte og sikrer likebehandling, jf. verdipapirhandelloven § 6-10 fjerde ledd.

Børsklagenemnden fatter etter dette slikt enstemmig

#### **Vedtak:**

1. Oslo Børs' vedtak 21. desember 2018 oppheves.
2. Kontrari AS og Kontrazi AS pålegges tilbudsplikt i Belships ASA, jf. Verdipapirhandelloven § 6-2(2), jf § 6-2(1) nr. 3. Tilbudsprisen fastsettes til NOK 7 per aksje.

#### **5.2.4 The Scottish Salmon Company PLC – Pliktig tilbud fra Bakkafrost P/F - Tilbudspris, november 2019**

Gjelder vurdering vedrørende tilbudspris i forbindelse med godkjenning av pliktig tilbud i The Scottish Salmon Company PLC fremsatt av P/F Bakkafrost 8. november 2019:

##### Vedlegg til saksdokumentasjon - Tilbudspris

Pliktig tilbud: The Scottish Salmon Company PLC («Scottish Salmon»), Tilbyder: P/F Bakkafrost («Bakkafrost»)



### Bakgrunn:

Tilbudspris i et pliktig tilbud er regulert i verdipapirhandelloven («vphl.») § 6-10 (4) ved at «tilbudsprisen skal være minst like høy som det høyeste vederlag tilbyderen har betalt eller avtalt i perioden 6 måneder før tilbudsplikten inntrådte.»

Bakkafrost offentliggjorde 25. september 2019 at de hadde inngått en aksjekjøpsavtale med Northern Link Limited («Northern Link») om kjøp av 133.125.109 aksjer i Scottish Salmon til NOK 28,25, tilsvarende ca. 68,6 % aksjene. Dette skulle gjøres opp ved 70 % av kjøpesummen kontant og 30 % med en kreditt fra Northern Link. For kredittdelen ble det avtalt, med forbehold om godkjenning av generalforsamlingen i Bakkafrost 18. oktober 2019, at det skulle utstedes 2.256.470 aksjer i Bakkafrost til Northern link til NOK 500 som oppgjør av kreditten («Northern Link Bakka-aksjer»).

For Northern Link Bakka-aksjene ble det avtalt en lock-up for Northern Link i seks måneder fra gjennomføringstidspunktet av avtalen, 8. oktober 2019.

Scottish Salmon aksjene ble levert til Bakkafrost 8. oktober 2019 som medførte at tilbudsplikten i Scottish Salmon inntrådte.

Senere har Bakkafrost ervervet ytterligere aksjer i Scottish Salmon og eier nå 156.683.313 aksjer i Scottish Salmon, tilsvarende ca. 80,77 % av aksjene. Ingen aksjer er kjøpt til kontantvederlag over NOK 28,25.

Spørsmålet her vil være hva som er det samlede vederlag Bakkafrost har betalt per Scottish Salmon-aksje. Når betaling er gjort i annet enn penger, slik det dels er gjort i dette tilfellet, må det foretas en verdsettelse slik at en kommer frem til markedsverdien av vederlaget. I denne sammenheng vil det være avtaletidspunktet 25. september 2019 som er avgjørende for denne verdsettelsen.

### Praksis:

Det finnes noe praksis som belyser bestemmelsen i vphl. § 6-10 (4) om at «tilbudsprisen skal være minst like høy som det høyeste vederlag tilbyderen har betalt eller avtalt i perioden 6 måneder før tilbudsplikten inntrådte», slik at visse prinsipper kan utledes.

Børsen har i Vedtak og uttalelser 2012 pkt. 5.2.7 nærmere gjennomgått forhold relatert til bestemmelsen i vphl § 6-10 (4). Det presiseres at bestemmelsen skal bidra til å oppfylle et av hovedformålene med tilbudsplikten; å sikre at alle aksjonærene får en andel av kontrollpremien en tilbyder ofte har betalt for en kontrollerende aksjepost. I saken gjennomgås blant annet prinsipper for verdsettelsestidspunkt og verdsettelsesmetodikk.

I denne saken gir også børsen uttrykk for at avtaletidspunktet i utgangspunktet, med visse forbehold, må være avgjørende hvor en bilateral avtale er betinget der det uttales at «I mangel av holdepunkter i lovens ordlyd og lovforarbeidene, er børsen av den oppfatning at hensynet til forutberegnelighet for tilbyder må være avgjørende.»

Når det gjelder metode for verdsettelse av børsnoterte aksjer uttaler børsen videre: «For så vidt gjelder verdsettelsesprinsipp, skal en finne markedsverdien for det formuesgodet som verdsettes. Verdsettelsesmetodikken som benyttes for å finne markedsverdien av formuesgodet skal være forsvarlig, på bakgrunn av forholdene. Ved verdsettelse av børsnoterte aksjer skal en benytte det kursgrunnlaget som gir best uttrykk for vederlagsaksjenes markedsverdi. Børsen legger til grunn

at bruk av én dags sluttkurs normalt ikke vil være det kursgrunnlaget som gir best uttrykk for vederlagsaksjenes markedsverdi; se Børsklagenemndsak 2/2000 (Hitec) punkt 6.2. Verdsettelsen må således normalt skje på grunnlag av volumvektet gjennomsnittskurs over en viss periode forutfor avtaletidspunktet. Hvor lang periode som skal legges til grunn for verdsettelsen vil blant annet avhenge av likviditeten og volatiliteten i vederlagsaksjene. Jo svakere likviditet, og større volatilitet, i vederlagsaksjene, desto lengre periode bør legges til grunn for beregningen. Periodens lengde kan også avhenge av om spesifikke forhold knyttet til utsteder, som har en direkte påvirkning på kursen, har inntruffet i perioden. Børsen kan ikke se at særskilte forhold gjør seg gjeldende ved bilaterale avtaler, som skulle tilsi et annet verdsettelsesprinsipp, eller bruk av annen verdsettelsesmetode, enn nevnt ovenfor.»

Videre må det etter omstendighetene gjøres fradrag for den ulempe som knytter seg til et utsatt oppgjør og risikoen forbundet med om man i det hele tatt får et «fullt oppgjør». Prinsippet følger av Børsklagenemnden 2/2000 Hitec ASA: Børsklagenemnden sluttet seg til børsstyrets syn om at «det er korrekt å gjøre fradrag for den ulempen som båndleggelsen av 10 % av NOI aksjene representerer. Etter børsstyrets oppfatning vil en opsjonsmodell gi en beregning for hva båndleggelsen av aksjene koster. Ved å trekke fra denne opsjonspremien i det nominelle beløpet som hele aksjevederlaget pluss kontantvederlaget fra NOI utgjør, vil man etter børsstyrets oppfatning komme frem til en verdi som er i samsvar med verdipapirhandelloven.» Børsklagenemnden uttaler videre: «Det er verdien av vederlaget for de selgende aksjonærene som er avgjørende. Nemnden har ikke innvendinger mot beregningsmetoden som er en kjent modell som har vært akseptert brukt i praksis, også i sammenheng med båndlagte aksjer, jf. Dommer, uttalelser mv i skattesaker og skattespørsmål for 1997 s. 102.»

Når det gjelder verdsettelse er det markedsverdien av vederlaget en skal frem til. I henhold til praksis, slik nevnte sak i Børsklagenemnden trekker i retning av, synes det mest rimelige å legge til grunn verdien på avtaletidspunktet, slik at en eventuell verdistigning frem til oppgjørstidspunktet ikke har betydning.

Basert på ovennevnte, for vårt tilfelle, så innebærer dette at det som må beregnes er markedsverdien av det vederlag som Northern Link mottar fra Bakkafrost for aksjene i Scottish Salmon der det ikke ytes kontantvederlag. Det vil være avtaletidspunktet 25. september 2019 som det må tas utgangspunkt i for denne verdsettelsen. For å beregne markedsverdien må det gjøres en justering av den fordel Northern Link oppnår ved at vederlaget for de 2.256.470 Northern Link Bakka-aksjene tegnes til NOK 500 i Bakkafrost siden dette er under markedskurs på avtaletidspunktet, i tillegg til at må justeres for den ulempe Northern Link får ved at det inngås en lock-up for disse Northern Link Bakka-aksjene i seks måneder. Det presiseres at det ikke er oppgjørssisiko i dette tilfellet som er ulempe men perioden med lock-up.

Tilbudsprisen er satt til NOK 28,25 og er basert på følgende:

Av det følgende fremkommer at tilbudsprisen på NOK 28,25 er beregnet til å være høyere enn den justerte verdien av vederlaget betalt av Bakkafrost per aksje i Northern Link transaksjonen.

Den avtalte prisen på NOK 28,25 vil måtte justeres for:

- i) den positive tilleggsverdien representert av at de 2.256.470 Northern Link Bakka-aksjene ble utstedt til NOK 500 mens markedsverdien på avtaledatoen var høyere (se nedenfor), og
- (ii) den negative verdien for Northern Link av lock-up på disse aksjene i seks måneder.

Disse justeringene er basert på følgende forutsetninger:

(i) Positiv tilleggsverdi representert av Northern Link Bakka-aksjer:

Dette er regnet ut som følger:

- Ved å bruke volumvektet gjennomsnittspris (VWAP) på Bakkafrosts aksjer på Oslo Børs de tre siste handelsdagene før avtaledatoen 25. september 2019, med NOK 526,70 som verdi på Northern Link Bakka-aksjene. Markedspraksis tilsier at 3-dagers VWAP er det mest vanlige å legge til grunn.
- et fradrag på NOK 500 prisen avtalt med Northern Link per aksje fra ovennevnte verdi, hvilket gir resterende verdi på NOK 26,70 per aksje; og
- ved multiplisere NOK 26,70 med 2.256.470 Northern Link Bakka-aksjer, hvilket gir NOK 60.274.749 som den totale tilleggsverdien

Ved fordeling av tilleggsverdien på NOK 60.274.749 på hver enkelt av de 133.125.109 aksjer Bakkafrost har ervervet i Scottish Salmon fra Northern Link, vil dette som et utgangspunkt øke kjøpesummen per aksje ervervet fra Northern Link med ca. NOK 0,45 fra NOK 28,25 til ca. NOK 28,70.

(ii) Den negative verdien representert ved Northern Link Bakka-aksjer lock-up:

Northern Link lock-up er en begrensning i Northern Links mulighet til å selge Northern Link Bakka-aksjene i en periode på 180 dager fra gjennomføringsdatoen 8. oktober 2018.

Northern Links mulighet for å sikre dette ville vært å kjøpe en europeisk salgsoption (put option) for det aktuelle antall aksjer i Bakkafrost ved utløpet av Northern Link lock-up perioden til markedspris 25. september 2019 da transaksjonen ble offentliggjort. Uten lock-up kunne aksjene vært solgt umiddelbart etter gjennomføring av transaksjonen. Prinsippet om å benytte en kjent optionsmodell som har vært akseptert brukt i praksis følger av nevnte sak i Børsklagenemnden, 2/2000 Hitec ASA.

Kostnaden for en slik option representerer den negative verdien av Northern Link lock up. Dette har blitt beregnet til ca. NOK 33,30 per de 2.256.470 Northern Link Bakka-aksjer, totalt NOK 75.135.740,77, ved å benytte Black & Scholes optionspringsmodell tilgjengelig via Bloomberg, med følgende forutsetninger:

- utøvelseskurs (strike): NOK 526,70
- løpetid: 180 dager
- antall aksjer: 2.256.470

Ved fordeling av denne kostnaden på NOK 75.135.740,77 på hver enkelt av de 133.125.109 aksjer Bakkafrost har ervervet i Scottish Salmon fra Northern Link, vil dette redusere kjøpesummen per aksje ervervet fra Northern Link med ca. NOK 0,56, altså ned fra NOK 28,70 til NOK 28,14.

Oslo Børs internt, ved derivatavdelingen, har basert på ovennevnte og tilgjengelig informasjon gjort sine egne beregninger vedrørende optionsprisingen. Resultatet fra optionspringsmodellen vil være avhengig av hvilke verdier som benyttes. Avgjørende betydning vil være hvilken volatilitet som legges til grunn i modellen. Per 25. september 2019, som det er naturlig å ta utgangspunkt i, ville historisk volatilitet variert noe basert på om det brukes 30-dager, 90-dager, 180-dager eller 360-dager volatilitet. Verdiene på volatiliteten for disse varierer fra ca. 25 % til 31 %. Vår beregning viser at ved bruk av hver av disse volatilitetsverdiene vil det ikke påvirke reduksjonen i kjøpesummen tilstrekkelig

til at nevnte reduksjon på NOK 0,56 i steden ville vært NOK 0,44 eller lavere, slik at den totale verdien ville blitt NOK 28,26 eller høyere.

Oppsummert gir dette derfor følgende grunnlag for å beregne verdien av vederlaget:

Pris per aksje: NOK 28,25

+ Justert for lavere tegningskurs i tilbyders (Bakkafrost) aksjer enn markedskurs: NOK 0,45

- Justert for lock up av aksjer i tilbyder (Bakkafrost): NOK 0,56

= NOK 28,14

#### Konklusjon:

Siden denne prisen på NOK 28,14, der både positiv verdi for Northern Link-aksjer i Bakkafrost utstedt til under markedskurs og negativ verdi for lock-up av disse aksjene, er under prisen på NOK 28,25, vil tilbudsprisen være NOK 28,25. Tilbudsprisen er altså beregnet til å være høyere enn den justerte verdien av vederlaget betalt av Bakkafrost i Northern Link transaksjonen.

### **5.3 Frivillig tilbud**

#### **5.3.1 BW LPG Limited - Børsklagenemndens avgjørelse sak 2/2019, 02.12.2019**

Avgjørelse 2. desember 2019 av klage fra Sundt AS, Granhaug Industrier AS, Manara AS, Siljan Industrier AS og Tom E. Jebsen (samlet omtalt «klagerne») over Oslo Børs ASAs vedtak 18. september 2019 om å avvise klage/begjæring om omgjøring av vedtak av 28. oktober 2016 om å godkjenne tilbud fra BW LPG Limited («BW») om kjøp av aksjer i Aurora LPG Holding ASA («Aurora»).

#### **1 Klagesaken og børsklagenemndens sammensetning**

Oslo Børs ASA (heretter «Oslo Børs» eller «børsen») fattet 18. september 2019 følgende avgjørelser:

«Oslo Børs avviser behandling av klagen og har besluttet å ikke omgjøre tidligere vedtak om å godkjenne tilbudet.

Vedtaket om å avvise klagen kan påklages etter reglene om klage i verdipapirforskriften kap. 12 del 2. Beslutningen om å ikke omgjøre vedtaket er ikke et enkeltvedtak som kan påklages.»

Klagerne påklaget avvisningen til Børsklagenemnden i brev 1. oktober 2019 fra Advokatfirmaet Glittertind. Klagen er rettidig fremsatt.

BW ga merknader til klagen i brev 25. oktober 2019 fra Advokatfirmaet Thommessen. Klagerne innga nye merknader 1. november 2019, som ble besvart fra BW 6. november 2019.

Oslo Børs har ikke funnet grunn til å omgjøre vedtaket og beslutningen av 18. september 2019. Saken ble derfor i brev 11. november 2019 oversendt Børsklagenemnden for behandling sammen med børsens merknader til klagen, jf. forskrift 29. juni 2007 nr. 876 om verdipapirhandel (verdipapirforskriften) § 12-5 sjette ledd og forvaltningsloven § 33 fjerde ledd.

Børsklagenemnden har behandlet saken ved sirkulasjon av sakspapirer. Ved behandlingen deltok Knut Bergo (leder), Espen Klitzing, Jøril Mæland, André Michaelsen og Cecilie Kvalheim.

## **2 Om selskapet**

BW er notert på Oslo Børs. Selskapet eier og drifter større gasskip og er tilknyttet BW Group, et shippingkonsern. Selskapet har hovedkontor i Singapore, og har for øvrig kontorer i Danmark, Kypros, India, Kina, Filippinene, USA, Bermuda og Brasil.

## **3 Bakgrunn**

### **3.1 Offentlig tilbud fra BW om kjøp av aksjer i Aurora – oktober 2016**

BW fremsatte et offentlig overtakelsestilbud for aksjene i Aurora i oktober 2016 etter reglene om pliktig tilbud. Oslo Børs godkjente tilbudet og tilbudsdokumentet i egenskap av tilbudsmyndighet før det ble fremsatt.

Aksjonærer i Aurora kunne velge mellom vederlag i form av 0,3175 aksjer i BW og NOK 7,40 i kontant eller NOK 13,55 i kontant. Akseptperioden løp fra 31. oktober 2016 til 5. desember 2016.

Klagerne er tidligere aksjonærer i Aurora som solgte aksjer til BW ved aksept av det offentlige tilbudet.

Etter gjennomføringen av tilbudet ble BW eier av ca. 92,98 % av aksjene i Aurora (96,35 % v/justering for egne aksjer) og iverksatte deretter tvungen overføring av resterende aksjer. Aurora ble også strøket fra notering på Oslo Børs.

Det pågår en skjønnsak vedrørende verdsettingen av aksjene i den tvungne overføringen omtalt over. Advokatene som representerer hhv. klagerne og BW representerer i skjønnsaken hhv. de resterende minoritetsaksjonærene som fikk tvangsoverført sine aksjer og BW.

### **3.2 Nærmere om BWs forutgående oppkjøp i Aurora og prosessen rundt det offentlige tilbudet**

Aurora var notert på Oslo Axess (der Oslo Børs er operatør) frem til 27. desember 2016. BW ble aksjonær i Aurora høsten 2015 og kjøpte seg opp til 12,13 % 8. desember 2015. Aksjeposten økte til 15 % 14. desember 2015. Ved kjøp i februar og mars 2016 økte aksjeposten til 19,71 %. For Oslo Børs ble det også opplyst at BW kjøpte seg videre opp i mars, april og mai 2016.

BW offentliggjorde 19. september 2016 at de hadde ervervet ca. 10 % til av aksjene, slik at de eide totalt 29,83 % av aksjene. 20. september offentliggjør BW intensjon om å fremme et overtakelsestilbud. I tillegg ble det opplyst at eierskapet var blitt økt til 32,79 %. Offentliggjøringen 20. september angir at aksjonærer i Aurora kan velge mellom 0,3175 aksjer i BW og NOK 6,15 i kontant eller NOK 12,30 i kontant. Forhåndsaksept fra selskapet Transpetrol Shipping Limited («Transpetrol») om salg av 9,84 % av aksjene i Aurora til BW opplyses også om. Ellers var tilbudet betinget av 90 % akseptgrad, klarering fra konkurransemyndigheter og andre alminnelige betingelser.

3. oktober 2016<sup>95</sup> opplyses at vilkårene i tilbudet endres. Aksjonærene kan velge mellom 0,3175 aksjer i BW og NOK 7,40 i kontant eller NOK 13,55 i kontant. Dessuten fjernes betingelsen om 90 % akseptgrad. Samme dag sier styret i Aurora at deres foreløpige vurdering er at tilbudet, situasjonen tatt i betraktning, fremstår som den beste løsningen for aksjonærene. Det opplyses også at Sundt AS (en av klagerne), som er representert i styret v/styrets leder, har gitt forhåndsaksept for salg av sin post på 4,39 % av aksjene.

28. oktober 2016 offentliggjør Oslo Børs at tilbudet og tilbudsdokumentet er godkjent. Oslo Børs opplyser at det i forbindelse med prosessen ble stilt kontrollspørsmål og etterspurt dokumentasjon. Bl.a. mottok børsen kopier av avtaler om forhåndsaksepter, herunder avtalen med Transpetrol.

31. oktober 2016 fremmes det offentlige tilbudet. Akseptperioden løper til 5. desember 2016. Tilbudsprisen er nå enten 0,3175 aksjer i BW og NOK 7,40 i kontant eller NOK 16 i kontant. Tilbudet er endret til et frivillig tilbud etter reglene om pliktig tilbud. Det medfører krav om at tilbudet bl.a. ikke må inneholde vilkår og at tilbudsprisen må tilfredsstille kravet til minstepris. Tilbudsdokumentet var for øvrig kontrollert og godkjent av Finanstilsynet som prospektmyndighet som følge av at tilbudet også utgjorde et prospekt for tilbud om erverv av aksjer i BW.

7. november 2016 flagger Transpetrol at de har akseptert tilbudet. 24. november 2016 offentliggjør Aurora sin uttalelse om tilbudet, der det bl.a. anbefaler tilbudet til aksjonærene.

7. desember 2016 offentliggjør BW endelig resultat fra tilbudet, der BW vil eie 92,98 % av aksjene i Aurora. 12. desember 2016 offentliggjør BW at tvungen overføring av resterende aksjer gjennomføres. Pristilbudet er på NOK 16 per aksje.

22. desember 2016 offentliggjør Oslo Børs at Aurora strykes fra notering på Oslo Axess med siste noteringsdag 27. desember 2016.

Fakta som er omtvistet mellom partene, blir omtalt nedenfor om partenes anførsler.

### **3.3 Begjæring om pålegg av tilbudsplikt**

Klagerne innga 13. mars 2019 en begjæring til Oslo Børs om å pålegge BW å tilby klagerne en kjøpesum tilsvarende NOK 25 per aksje i tillegg til de NOK 16 per aksje som klagerne allerede har mottatt i samsvar med reglene om seksmånedersperioden i verdipapirhandelloven § 6-10 fjerde ledd. BW ble gitt anledning til å uttale seg om saken og innga svar 5. april 2019. Deretter ble det inngitt ytterligere kommentarer fra klagerne 16. april og 21. mai, og fra BW 3. mai 2019.

Som omtalt innledningsvis, fattet Oslo Børs vedtak og beslutning 18. september 2019. Oslo Børs anså begjæringen som en klage over Børsens vedtak om å godkjenne det frivillige tilbudet. Børsen fant da at klagefristen på to uker i verdipapirforskriften § 12-5 (2) var utløpt, og at det heller ikke var grunn til å behandle klagen etter reglene om «særlige grunner» i verdipapirforskriften § 12-5 åttende ledd.

---

<sup>95</sup> I vedtaket 18. september synes alle datoer fra 3. oktober og senere i overskriftene på engelsk på s. 4-6 skrevet med 2019 som årstall. Det antas å være feilskrift for 2016.

Børsen fant heller ikke grunn til å omgjøre vedtaket om godkjenning av det frivillige tilbudet av eget tiltak.

#### **4 Rettslig grunnlag**

Verdipapirhandelloven § 6-1 første ledd lyder slik:

*«§ 6-1 Tilbudsplikt ved aksjeervert*

(1) Den som gjennom ervert 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.(...)»

Verdipapirhandelloven § 6-5 første ledd lyder slik:

*«§ 6-5 Konsolidering*

(1) I forhold til reglene om tilbudsplikt regnes like med en aksjeeiers egne aksjer, aksjer som eies eller ervertes av nærstående som nevnt i § 2-5. Tilbudsplikt inntreer uavhengig av om ervertet foretas av aksjeeieren selv eller av aksjeeierens nærstående som nevnt i § 2-5. Ved vurderingen av om det inntreer gjentatt tilbudsplikt regnes tilbud som tidligere er fremsatt av nærstående som nevnt i § 2-5, like med en erverters tidligere fremsatte tilbud.(...)»

Verdipapirhandelloven § 2-5 nr. 5 lyder slik:

*«§ 2-5 Nærstående*

Som noens nærstående menes:

(...)

5. noen som det må antas at vedkommende har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument, herunder samarbeid der et tilbud vanskeliggjøres eller hindres.»

Verdipapirforskriften § 12-5 første, annet, syvende, åttende og niende ledd lyder slik:

*«§ 12-5 Saksbehandling*

(1) For klagebehandlingen i Børsklagenemnden gjelder reglene i forvaltningsloven kapittel VI med de endringer og tillegg som følger av bestemmelsen her.

(2) Klagefristen er to uker. For klageberettigede som ikke er gitt melding om markedsoperatørens vedtak, og som heller ikke har krav på slik melding, løper klagefristen fra offentliggjøring av markedsoperatørens vedtak.

(...)

(7) Klagenemnden skal regulært avgjøre saken på grunnlag av de saksdokumenter som foreligger når den mottar klagesaken.

(8) Markedsoperatøren og klagenemnden kan gjøre unntak fra fristene i bestemmelsen her når særlige grunner foreligger. Markedsoperatøren og klagenemnden kan for sin behandling bestemme at de frister som fastsettes, skal ha preklusiv virkning.

(9) Hvis særlige grunner foreligger, kan klagenemnden beslutte å holde muntlig forhandlingsmøte. Klagenemnden bestemmer hvilke deler av saken som skal behandles muntlig. Klagenemnden kan oppfordre parter og vitner til å forklare seg direkte for klagenemnden. (...)»

Forvaltningsloven § 31 tredje ledd lyder slik:

«§ 31 (oversetting av klagefristen)

(...)

Klagen kan ikke tas under behandling som klagesak dersom det er gått mer enn ett år siden vedtaket ble truffet.»

Forvaltningsloven § 35 første og annet ledd lyer slik:

### **§ 35. (omgjøring av vedtak uten klage).**

Et forvaltningsorgan kan omgjøre sitt eget vedtak uten at det er påklaget dersom

- a) endringen ikke er til skade for noen som vedtaket retter seg mot eller direkte tilgodeser eller
- b) underretning om vedtaket ikke er kommet fram til vedkommende og vedtaket heller ikke er offentlig kunngjort, eller
- c) vedtaket må anses ugyldig.

Foreligger vilkårene etter første ledd, kan vedtaket omgjøres også av klageinstansen eller av annet overordnet organ.

### **5 Børsens vedtak 18. september 2019**

Børsen anså som nevnt begjæringen som en klage, og konstaterte at klagefristen på to uker var oversittet.

Børsen anså det ikke for å foreligge «særlige grunner» som kan gi unntak fra klagefristen. Det ble vist til en tidligere avgjørelse, Navis-saken (Oslo Børs' Vedtak og uttalelser 2003 pkt. 6.2.4). Børsen mener saken medfører at klager inngitt mer enn ett år etter vedtaket ikke kan tas under behandling, jf. forvaltningsloven § 31 tredje ledd. Børsen avviste derfor klagen.

Børsen fant heller ikke grunn til å omgjøre vedtaket av eget tiltak etter forvaltningsloven § 35. Under henvisning til Navis-saken la børsen til grunn at det ikke foreligger en ubetinget plikt for Oslo Børs til å omgjøre vedtak av eget tiltak, men at det må foretas en konkret og helhetlig vurdering av behovet for og hensiktsmessigheten av omgjøring. Se nærmere om børsens vurderinger nedenfor.

Videre hadde børsen enkelte betraktninger vedrørende påleggene det ble begjært at børsen skulle foreta seg. Disse hadde også betydning for børsens vurderinger knyttet til spørsmålene om utsettelse av klagefrist og ev. omgjøring av eget tiltak, jf. over.

Det ble bl.a. vist til at alle aksjene i saken allerede er overdratt, og at en reparasjon av et mangelfullt tilbud i form av fremsettelse av et nytt tilbud, derfor var uaktuelt. Selskapet det dreier seg om er heller ikke lenger notert på regulert marked, og det er ingen aksjonærer å rette et tilbud mot. Børsen



mente eventuelle konsekvenser feil ved et tilbud vil kunne ha for avtalene om kjøp av aksjer mellom tilbyder og aksjonær, ligger utenfor det børseren som tilbudsmyndighet skal vurdere. Børsen mente videre de ikke er gitt kompetanse til å pålegge tilbydere som har gjennomført et offentlig tilbud en plikt til å tilby eller betale et tilleggsvederlag til aksjonærer som har akseptert tilbudet.

Til begjæringen om å vurdere eventuelle andre sanksjoner, mente Oslo Børs den ikke har kompetanse til dette som tilbudsmyndighet. Børsen mente muligheten for å ilegge daglig mulkt frem til f.eks. manglende tilbudsplikt er etterlevd, ikke er egnet i denne saken.

Til spørsmålet om omgjøring av eget tiltak, viste børseren til uenigheten mellom partene i saken om de faktiske forholdene og betydningen av dem. Børsen presiserte også at selve avtalen om forhåndsaksept fra Transpetrol var kjent for og forelagt børseren, men at den mer omfattende og detaljerte kontakten som er anført, ikke var kjent. Børsen mente de betydelige bevismessige vurderingene av hendelser høsten 2016 som en ny, helhetlig vurdering av omstendighetene rundt oppkjøpet av Aurora krever, burde gjøres ved umiddelbar bevisførsel for en domstol.

Børsen gikk videre til å bemerke at det sentrale for børseren er at omgjøring av vedtaket om å godkjenne tilbudet, herunder tilbudsprisen, uansett ikke kan gjennomføres fra et praktisk ståsted fordi alle aksjene allerede er overført til BW (jf. også innledningsvis om dette).

Børsen avsluttet med å presisere at selgerne av aksjer i Aurora til BW ikke står uten virkemidler, fordi et erstatningskrav etter omstendighetene kan forfølges. Når dette da, slik børseren så det, burde rettes mot BW, mente børseren det ligger utenfor Oslo Børs' naturlige prøvelse å gå dypere ned i saksforholdet enn det børseren allerede hadde gjort.

På denne bakgrunn fant børseren ikke grunn til å omgjøre vedtaket fra 2016.

## **6 Klagernes anførsler**

### **6.1 Faktiske og rettslige anførsler om tilbudsplikt**

#### **6.1.1 Overordnet**

Klager anfører at en rekke opplysninger om forhåndsaksept avgitt fra Transpetrol til BW ikke var kjent da Oslo Børs godkjente tilbudet som tilbudsmyndighet, og at denne forhåndsaksepten skulle medført at det ble utløst eller pålagt tilbudsplikt etter reglene i verdipapirhandelloven kapittel 6. Det er disse nye opplysningene som danner grunnlag for klagernes anførsler om at det foreligger forhold som tilsier omgjøring av vedtaket og/eller andre sanksjoner. Grunnlaget for begjæringen anføres å være at tilbudsplikten i verdipapirhandelloven § 6-1 ble utløst uten å bli etterlevd, slik at klagerne solgte sine aksjer til en langt lavere pris per aksje enn om reglene om pliktige tilbud (og herunder seks månedersperioden i § 6-10) ble etterlevd.

#### **6.1.2 Faktum i saken**

Klagerne har i forberedelsen av saken til Oslo Børs vist til et møte avholdt i København 9. september 2016, der en mulig sammenslåing av Aurora og BW skal ha blitt diskutert. Det ble også vist til e-poster internt i Aurora om mulig salg av skip. Klagerne viser også til e-poster internt i BW om fremtidige planer for Aurora. Det er også vist til et møte i Oslo den 16. september 2016, der Auroras finansielle situasjon og muligheten for en vennlig fusjon med BW ble diskutert, men også at det mest

sannsynlig gikk mot salg av skip. Det anføres at Aurora på det tidspunktet hadde fått bud på to skip fra AS Clipper/AS Audley, samt et forhåndsmeldt bud fra Seatankers på seks skip. BW skal ha blitt orientert om budene (uten at budgiver ble oppgitt), og helt konkret fått informasjon om at budene ga en tredobling av aksjekursen den aktuelle dagen.

Klagerne anfører at BW kort tid etter møtet valgte å iverksette handler i Auroras finansielle instrumenter (aksjer og obligasjonslån) den 16. september, handlene ble børsmeldt 19. september.

Klagerne anfører at BW på bakgrunn av informasjonen det fikk i møtet valgte å kontakte andre aksjonærer i Aurora for å ta kontroll over Aurora og blokkere salg av skip. Klagerne viser til at BW ikke selv kunne erverve flere aksjer, da det ville utløse tilbudsplikt. Klagerne har videre anført at ulike e-poster mv. har vist at BW fortløpende har vært oppmerksomme på tilbudspliktproblemstillingen.

Klagerne anfører at BW holdt sin kunnskap om det mulige skipssalget skjult da de kontaktet bl.a. Transpetrol. Avtale om forhåndsaksept ble inngått 18. september. Klagerne anfører at BW selv bekreftet at de mottok informasjon om at Aurora hadde mottatt bud på skipene helgen 17.-18. september 2016 da skjønnsaken verserte for Asker og Bærum tingrett.

Klagerne har anført at aksjene til Transpetrol med forhåndsaksepten ble innelåst eller «parkert», for dermed å hindre at de ble brukt til å stemme for salg av skipene. Klager anfører at tidspunktet for forhåndsaksepten, mens styret i Aurora arbeidet med alternative transaksjoner for å maksimere aksjonærverdier, klart viser at forhåndsaksepten ikke var ordinær.

Klagerne viser så til at salg av skip til AS Clipper/AS Audley skulle behandles i styremøte 20. september 2016. Klagerne viser til at BW samme dag børsmelder kjøp av aksjer og en beslutning om å fremme et frivillig tilbud i Aurora, og kort tid etter børsmeldingen sender brev til Aurora der det minnes om verdipapirhandelloven § 6-17 om begrensninger i selskapets handlefrihet etter at det er gitt beskjed om at et tilbud fremmes.

I styremøtet i Aurora samme dag ble det orientert om BWs børsmelding og fra ledelsen orientert om et kommende bud på seks nybygde skip fra Seatankers til en samlet pris på MUSD 360 (MUSD 60 per stykk). Styret instruerte ledelsen om å innhente forhåndsaksept fra mer enn 45 % av aksjonærene for transaksjonen med Seatankers. I tillegg ble budet fra AS Audley/AS Clipper behandlet, og klagerne siterer fra styreprotokollen der ledelsen argumenterte for at salget ville generere så mye som NOK 20-25 per aksje. Styrets flertall stemte ned forslaget, og klagerne viser til at begrunnelsen var at det først måtte behandles av Auroras generalforsamling.

Klagerne anfører at BWs daglige leder i et vitneavhør i forbindelse med en voldgiftssak sommeren 2018 skal ha indikert at man anså seg selv for å ha gått over tilbudsgrensen 20. september 2016.

Klagerne anfører at BWs formål med forhåndsaksepten fra Transpetrol utelukkende var å sørge for at Auroras styre ikke skulle stemme for salg av skip 20. september 2016. Klagerne viser også til at BW forsøkte å sikre tilsvarende avtaler fra andre store aksjonærer. Klagerne anfører at Transpetrol selv

anså sine aksjer «parkert», og viser til en e-post fra Transpetrol til Auroras daglige leder og styreleder.

Klagerne viser også til en e-post fra BWs daglige leder til andre personer i BW som anses å kaste lys over BWs intensjoner og hvordan de oppfatter Transpetrols aksjer. BWs daglige leder har også sendt et brev 27. september til styremedlemmer i Aurora for angivelig gjøre dem nervøse for å stemme for salg av skip. Samme dag er det protokollert at styret nå anså BWs opptreden som «hostile».

Når det gjelder det mulige salget av skip til Seatankers, anfører klagerne at BWs taktikk fungerte, og at salget av seks skip «falt igjennom grunnet Seatankers' «bekymring for at BWLPG vil søke midlertidig forføyning og tidsrisiko forbundet med en runde i retten»». Nikolai Jebsen orienterte styret i Aurora m.fl. om dette 28. september 2016.

Klagerne anfører at da Oslo Børs godkjente tilbudsdokumentet fra BW 28. oktober 2016, var ikke børsen kjent med at tilbudsplikt allerede skulle ha vært utløst eller burde vært pålagt. Det vises til at Oslo Børs' vedtak refererer til «offer set out in offer document», og dermed ikke kan være en aksept av avtalen med Transpetrol. I så fall anfører klagerne at det bør dokumenteres at Oslo Børs ble uttrykkelig informert om parkeringen av Transpetrols stemmer.

Klagerne er videre uenig i BWs anførsler knyttet til den mulige utviklingen i Auroras aksjekurs. Bl.a. vises det til den regnskapsmessige behandlingen av verdiene i Aurora i BWs senere regnskaper etter oppkjøpet.

Mer generelt anfører klagerne at Asker og Bærum tingretts skjønn er uten betydning i saken, herunder at avgjørelsen er feil som følge av at retten, etter klagernes oppfatning, har sett bort fra sentrale bevis. Det er uansett begjært overskjønn i saken, slik at skjønnet ikke er rettskraftig. Klagerne bemerker også at de ikke var parter i skjønnsaken.

### **6.1.3 Rettslige anførsler**

Klagerne anfører at BW som følge av avtalen med Transpetrol allerede 18. september 2016 «ervert» mer enn 1/3 av aksjene i Aurora, og at tilbudsplikt dermed ble utløst. Konsekvensen ville så bli at tilbudsprisen skulle være NOK 41 per aksje, som BW betalte i forbindelse med aksjeerverv 26. april 2016.

Som grunnlag for å anse avtalen mellom Transpetrol og BW som «erverv», vises det til uttalelser i NOU 1996: 2. Klagerne viser også til uttalelser fra Børsklagenemnden i sak 1/2019 om betydningen av formålet med en avtale i saker om tilbudsplikt. Klagerne viser til hvordan BW skal ha oppfattet hvilken kontroll de hadde over Transpetrols aksjer på dette tidspunktet.

Klagerne anfører at formålet med Transpetrol-avtalen utelukkende synes å ha vært unngå reglene om tilbudsplikt som et umiddelbart og ikke-kamouflert kjøp ville resultert i.

Det blir også anført at det må vektlegges at «børsen og markedet ikke hadde fullstendig informasjon», med henvisning til avgjørelse fra Børsklagenemnden 12. desember 2006 (OBKN-2006-6).

Forhåndsaksepten fra Transpetrol anføres ikke å ha vært ordinær som følge av tidspunktet den ble innhentet – klagerne anfører at den ble inngått for å hindre styrets arbeid med alternative transaksjoner (rett før behandlingen av saken om salg av skip i Auroras styre).

Til anførselene om betydningen av Sundts forhåndsaksept, understreker klagerne at denne ble avgitt senere, da det allerede var klart at det ikke ville bli noe skipssalg, i motsetning til da Transpetrol avga sin forhåndsaksept. Klagerne mener også styrets anbefaling om å akseptere tilbudet fra BW må sees i lys av at det ikke lenger var andre gode løsninger i aksjonærfellesskapets interesse.

Klagerne anfører videre at verdipapirforskriften § 6-11 også gir grunnlag for at Oslo Børs pålegger BW tilbudsplikt, og viser til at Oslo Børs i avgjørelsen 3. mai 2016 (OB-2016-8) uttalte at bestemmelsen gir grunnlag for «gjennomskjæring ved pro-forma arrangementer og liknende». Klagerne anfører at det ikke er tvilsomt at BWs avtale med Transpetrol innebar en kontroll over Transpetrols stemmer som «må anses som reelt erverv av aksjene». Ved denne vurderingen anfører klagerne at det må sees bort fra betingelsene som ble stilt til forhåndsaksepten. Klagerne viser i den forbindelse til et høringsnotat utarbeidet av Oslo Børs i 2007.

I tillegg anfører klagerne at BWs og Transpetrols stemmer uansett må konsolideres som følge av at avtalen om forhåndsaksept forhindret Transpetrol fra å fritt disponere over aksjene. Klagerne bemerker at tilbudsplikt som følge av konsolideringen inntreffer ved BWs aksjekjøp 19. september 2016. Konkret er det alternativet i verdipapirhandelloven § 2-5 nr. 5 for definisjonen av «nærstående» som er aktuell for konsolidering, jf. verdipapirhandelloven § 6-5. Klagerne viser til NOU 1996: 2 og det relevante EU-direktivet (direktiv 2004/25) for forståelsen av lovbestemmelsen samt til uttalelser i juridisk teori, praksis fra Børsklagenemnden og en avgjørelse fra Borgarting lagmannsrett.

Klagerne har også anført at formålet med å «parkere» Transpetrols aksjer tilsier konsolidering. Klagerne anfører at BW ønsket å unngå at styret eller generalforsamlingen stemte for skipssalg lenge nok til at BW kunne kjøpe seg ytterligere opp i selskapet etter utløpet av seksmånedersperioden fra 26. april (dato for erverv av aksjer til NOK 41 per aksje). Klagerne anfører at dette fremgår av en intern e-post i BW 27. september 2016.

Når det gjelder betydningen av at Oslo Børs godkjente tilbudet, anfører klagerne at BW ikke kan «slippe unna konsolidering» så lenge Oslo Børs ikke hadde kjennskap til BWs og Transpetrols felles forståelse og praktisering av avtalen mellom BW og Transpetrol.

Klagerne er også uenige med BW i at det er noen begrensning til frivillige og pliktige tilbud for konsolideringsregelen, nærmere bestemt om også hindring eller vanskeliggjøring av, i denne saken, tilbudet om kjøp av Auroras skip fra Seatankers kunne gi grunnlag for konsolidering. Under henvisning til NOU 1996: 2 og juridisk teori mener klagerne det ikke er grunnlag for en slik begrensning av hva det kan samarbeides om for å konsolidere partene. I alle tilfelle anfører klagerne at BWs intensjoner om å hindre salg av skip for å hindre økning i aksjekursen, ikke gjorde at Transpetrol fritt kunne stemme annerledes enn BW i andre saker. Det vises til at BWs målsetning skal ha vært å sette Aurora i en finansielt vanskelig posisjon for å holde aksjekursen lav.

## 6.2 Prosessuelle forhold

Klagerne presiserte opprinnelig at begjæringen ikke utgjorde en klage, slik at det ikke gjaldt noen klagefrist. Klagen anfører at klagefristen uansett ikke er utløpt, siden verdipapirforskriften er «lex specialis» og ikke inneholder noen absolutt siste klagefrist slik forvaltningsloven § 31 gjør. Klagerne viser til at klagefristen kan utsettes når det foreligger «særlige grunner». Klagerne har for øvrig en annen forståelse av Navis-saken enn den børsen har gitt uttrykk for, og mener også at børsen inntok feil standpunkt i nevnte sak. Klagerne mener at forskriftens valg om å kunne gjøre unntak fra klagefristen ved «særlige grunner», men ikke ta inn ettårsfristen i forvaltningsloven § 31, fremstår som et bevisst valg av forskriftsgiver.

Klagerne mener videre det foreligger «særlige grunner» til å gjøre unntak fra klagefristen, og anfører at BW bevisst har misledet både Auroras aksjonærer og markedsoperatøren om realiteten ved Transpetrol-avtalen. Disse forholdene ble klare først ved muntlige forhandlinger i skjønnsaken 4.-7. mars 2019, og klagerne reagerte deretter etter under en uke med klage til børsen. Klagerne mener Børsklagenemnden ikke bør tillate en rettstilstand der man blir avskåret fra å rette opp feil / sanksjonere illojal opptreden fordi man har lyktes i å holde de illojale handlingene skjult. Et slikt signal anføres å undergrave tilliten til børsen.

Klager bemerker at selv om beslutningen til Oslo Børs om ikke å omgjøre eget vedtak ikke kan påklages, så anføres det at Børsklagenemnden som klageinstans kan omgjøre Oslo Børs' vedtak på eget tiltak, jf. forvaltningsloven § 35 første ledd bokstav c (i saksdokumentene ble det ved en inkurie vist til § 35 tredje ledd). Det vises til de generelle begrunnelsene for omgjøringsadgangen, herunder uttalelser fra Oslo Børs i nevnte sak om Navis.

Klagerne bemerker at det er av underordnet betydning hvilke rettsvirkninger endring/oppheving av vedtaket får. Klagerne anfører at det ikke er noe i veien for å oppheve det opprinnelige vedtaket og treffe et nytt vedtak hvor det påpekes at tilbudet er underlagt reglene om tilbudsplikt.

Klagerne er ikke enig i at det er relevant å se hen til at BW vil frarøves nedsalgsrett om de pålegges tilbudsplikt nå, og viser til at hensynet til minoritetsaksjonærene bør gå foran hensynet til BW som anføres bevisst å ha omgått reglene. Det vises i denne forbindelse også til uttalelser fra Børsklagenemnden i avgjørelse 12. desember 2006 (OBKN-2006-6).

I klagen anføres det at saken er egnet til behandling i Børsklagenemnden. For det første mener klagerne det ikke er «betydelig uenighet» om faktum i saken, og for det andre vises det til at Børsklagenemnden både kan beslutte muntlige forhandlinger og settes som voldgiftsrett om partene ønsker det. Klagerne anfører derfor at innvendingen fra børsen om at en domstol er en mer egnet arena for behandling av saken, ikke gjør seg gjeldende.

Klagerne nevner for øvrig at det 19. september 2019 ble tatt ut forliksklage mot BW for å avbryte foreldelsesfristen for et eventuelt erstatningskrav. Klager anfører at forliksklagen utgjør et annet krav enn det som er fremsatt i klagen, og derfor ikke er til hinder for at Børsklagenemnden realitetsbehandler saken.

Når det gjelder børsens vurderinger knyttet til egen kompetanse til å vurdere saken og ilegge sanksjoner, anfører klagerne at Børsklagenemnden må ha kompetanse til å endre tidligere vedtak når det kan bevises at vedtaket er beheftet med feil. Klagerne anfører videre at hvilke rettsvirkninger et endret eller opphevet vedtak får, herunder om det må søkes hjelp fra domstolene til tvangsfullbyrdelse, er av underordnet betydning. Klagerne mener konsekvensen eventuelt vil være at man kan bryte børsreglene så lenge man klarer å skjule sporene lenge nok til at man får ordnet forholdene på en måte som gjør det upraktisk for markedsoperatøren å rette forholdet.

Klagerne viser videre at børsen uten begrunnelse har lagt til grunn at andre sanksjonsmuligheter ikke er egnet i saken. Klagerne viser konkret til muligheten for å suspendere/stryke det finansielle instrumentet dersom det ikke lenger tilfredsstillende det regulerte markedets vilkår, jf. verdipapirhandelloven § 12-3. Klagerne mener dette vil være tilfelle dersom et notert selskap har overtrådt reglene for god børs-skikk i verdipapirforskriften § 13-12.

### **6.3 Sakskostnader**

Klagerne presiserer at eventuelle sakskostnader må begrenses til de som er pådratt som følge av klagebehandlingen i Børsklagenemnden. Det anføres at det er for sent å kreve sakskostnader fra børsen, som allerede har truffet avgjørelse i saken, jf. verdipapirforskriften § 12-8 tredje ledd. Klagerne tar forbehold om å kreve saksomkostninger i tilfelle Børsklagenemnden tar saken under realitetsbehandling. Tas saken ikke inn til realitetsbehandling, anføres det at vilkårene for å ilegge saksomkostninger etter verdipapirforskriften § 12-8 første ledd ikke er oppfylt.

## **7 BWs anførsler i tilsvar til klagen og opprinnelig begjæring**

### **7.1 Faktiske og rettslige anførsler om tilbudsplikt**

#### **7.1.1 Overordnet**

BW er ikke enig i at opplysningene klagerne fremmer i saken er nye. I alle tilfelle var de også nye for BW. Dessuten bemerker BW at en av klagerne, Sundt AS v/daglig leder som samtidig var styreleder i Aurora, også fikk de samme opplysningene høsten 2016.

BW er videre uenig i at BW «ervert» aksjer som utløste tilbudsplikt, ervert rettigheter som kunne medføre pålegg etter verdipapirhandelloven § 6-11, og de er også uenig i at de skal konsolideres med Transpetrol.

#### **7.1.2 Faktum i saken**

BW er uenig med klagerne fremstilling av faktum på flere punkter, og karakteriserer denne som preget av lite dokumentasjon, grove beskyldninger og tilbakeholdelse av vesentlig informasjon. BW peker også på at saken er del av et større kompleks med rettstvister, som de anfører gjennomsyrrer klagerne saksfremstilling. BW understreker også at selskapet har imøtegått alle anførsler fra klagerne i forbindelse med skjønnsaken, og mener derfor klagerne karakteristikk av faktum som uomtvistet eller klart, blir misvisende. BW har også påpekt at en del sitater fra e-poster mv. i saken er tatt ut av kontekst.

BW er i korte trekk helt uenig med klagerne i fremstillingen av en rekke omkringliggende hendelser høsten 2016, herunder hva som ble diskutert i møter i København og Oslo i september 2016. I København ble det ikke diskutert mulig sammenslåing av BW og Aurora eller salg av skip i Aurora. BW

anfører at det er fullstendig misvisende og ikke har forankring i virkeligheten å hevde at BWs planer ble akselerert som følge av dette møtet.

Også møtet i Oslo mener BW er fremstilt feil. Det vises til at ulike vitner har ulike versjoner av hva som ble diskutert. Det bemerkes at det fra daglig leder i Aurora ble tatt opp spørsmål om en fusjon mellom BW og Aurora med bytteforhold 1:1, men dette ble ansett helt urealistisk av en representant fra BW, som forlot møtet kort tid etter. BW avviser på det sterkeste at det ble delt noe som ville utgjøre innsideinformasjon i disse møtene, nærmere bestemt informasjon om mulig salg av to skip til MUSD 60 per skip. BW understreker at en rekke av anførslene fra klagerne ikke er blitt hørt i forbindelse med førsteinstansbehandlingen av skjønssaken.

BW anfører videre at hvert av de to skipene hadde en kostpris på ca. MUSD 80, med det regnskapsmessige tap et salg ville medføre. BW anfører derfor at fremstillingen av den potensielle betydningen for aksjekursen av å selge skipene er urealistisk. BW viser til at det ikke fantes noen kjøpere til tre av de eldste skipene uansett, og at med salg av to skip ville det kun vært et første steg på veien mot styrt avvikling av selskapet. BW anfører at dette ble bekreftet av Auroras styreleder under hovedforhandlingen.

BW bemerker at det var en rekke ulike rykter i markedet om Auroras finansielle situasjon og mulige utfallsrom, med tilhørende varierende kursmål. BW bemerker at det florerer av slike rykter i shippingbransjen, uten at det har noe med innsideinformasjon å gjøre.

BW anfører at BW ikke ønsket at Aurora skulle selge skipene som følge av at de ønsket å kjøpe opp Aurora nettopp på grunn av skipene. BW mener klagers anførsler om at BWs ønske om at skipene ikke burde selges som følge av en potensiell konsekvens for aksjekursen, mangler forankring i faktum.

Til kommentarene om BWs opptreden overfor Aurora i forbindelse med ryktene om et mulig salg av skip i Aurora, bemerker BW at det ikke kan anses som noen trussel å minne Aurora om forpliktelsene etter verdipapirhandelloven § 6-17. BW mener uansett at senere handlinger fra ledelsen og styremedlemmer i Aurora viste at det var god grunn til å sende et slikt brev.

Til anførselen om at BWs opptreden førte til at Seatankers trakk seg fra mulig kjøp av seks skip som følge av frykt for midlertidig forføyning m.m., anfører BW at den er lite holdbar. Bl.a. vises det til samme e-post som klagerne har vist til, der det fremgår at Seatankers' bekymring ble bedømt å være «uten meritter». Til dette bemerker BW at saken kan indikere at Seatankers' interesse aldri var så bindende, men heller fremsto som en løs intensjon om å legge inn et bud.

BW bemerker også at klagerne har unnlatt å opplyse om at tre av styremedlemmene i Aurora gikk mot et salg av to av skipene til A/S Clipper/A/S Audley ikke bare som følge av at det krevde behandling på generalforsamling, men også fordi det ikke ville sikre en langsiktig finansiell løsning for selskapet. BW har også en rekke konkrete bemerkninger til opplysningene om et mulig salg av skip til Seatankers, herunder at dette aldri ble fremmet skriftlig. BW bemerker også at et slikt salg ville utløse «exit fees» dersom skipene ble tatt ut av «pool»-en skipene inngikk i – med utbetalinger til

Ponos Shipping AS, der Auroras' daglige leder og finansdirektør hadde vesentlige økonomiske interesser.

Generelt understreker BW at inntrykket klagen gir av at Aurora var et solid selskap, ikke stemmer, og viser til flere omstendigheter til støtte for dette, herunder dokumentasjon i bl.a. styreprotokoller. BW anfører at realiteten var at skipene skulle selges for å dekke et kortsiktig likviditetsbehov for deretter å avvikle selskapet. Det blir i denne forbindelse vist til lån opptatt av Aurora fra Sundt AS (primærinnsider) til høy rente, som ikke ble meldt til markedet.

BW understreker også at Oslo Børs har vært kjent med alle forhåndsaksepten i saken i forbindelse med kontrollen av tilbudsdokumentet. Det inkluderer innholdet i Transpetrols forhåndsaksept. BW poengterer også at Sundt AS (én av klagerne) avga en forhåndsaksept til BW 30. september 2016.

### **7.1.3 Rettslige anførsler**

BW er ikke enig i at Transpetrols forhåndsaksept skal anses å innebære «erverv» av aksjer eller gi grunnlag for å konsolidere BW og Transpetrol. BW viser til at dette også er lagt til grunn av Asker og Bærum tingrett i skjønnet 29. mars 2019.

Til anførselene knyttet til betydningen av avtalen med Transpetrol, anfører BW at dette var en standard og markedsmessig forhåndsaksept for det planlagte tilbudet på aksjene i Aurora. BW anfører at Sundt AS' egen forhåndsaksept underbygger at Transpetrols forhåndsaksept var ordinær og markedsmessig.

BW anfører at det er helt naturlig at det fremforhandles forhåndsaksepten som del av en oppkjøpsstrategi, og at det da også var en selvfølge å være bevisst problemstillingen rundt tilbudsplikt. BW anfører at det heller ikke innebærer brudd på noen regler å planlegge tidspunktet for fremsettelsen av et tilbud i lys av reglene om minstepris i verdipapirhandelloven § 6-10, noe som også ble lagt til grunn i skjønnet fra Asker og Bærum tingrett 29. mars 2019.

Til klagerens anførsel vedrørende tidspunktet for forhåndsaksepten og den senere varslingen til markedet med en mellomliggende handelsdag (hhv. 18. og 20. september), bemerker BW at det ikke er plikt til å børsmelde at man har mottatt en forhåndsaksept.

BW anfører at det klare utgangspunktet er at rettigheter til aksjer ikke er tilstrekkelig til å utgjøre et «erverv», med mindre avtalen reelt og økonomisk sett må regnes som et erverv. Asker og Bærum tingrett anføres å ha gitt en fyldig og grundig redegjørelse for gjeldende rett og korrekt anvendt rettskildene på faktum, og altså funnet at forhåndsaksepten ikke innebar et slikt «erverv».

BW understreker at det ikke ble overført aksjer, det ble ikke betalt for aksjer eller forhåndsaksepten, og at aksjonærrettigheter heller ikke ble overført til BW. Transpetrol forpliktet seg kun til å akseptere et fremtidig tilbud fra BW. BW anfører at Transpetrol også utad ga uttrykk for at de hadde i behold alle sine aksjonærrettigheter, slik som i bekreftelsen til Auroras styre 26. september 2016.



Forhåndsaksepten var dessuten betinget (konkurransen, tredjepartaksept mv.), og «ervert» kan derfor uansett ikke anses for å ha funnet sted før betingelsene bortfalt. Betingelsene var reelle. Til klagerens henvisning til et høringsnotat fra Oslo Børs fra 2007, bemerker BW at høringsnotatet møtte kritikk i høringen og aldri ble fulgt opp.

BW understreker at det er gode grunner til å utarbeide forhåndsakseppter for å sikre forutsigbarhet. At den som avgir en forhåndsaksept samtidig forplikter seg til ikke å gjøre noe som vanskeliggjør gjennomføringen av tilbudet er etter BWs syn ordinært, og vil kunne utledes av den alminnelige lojalitetsplikten i avtaleforhold. Dessuten, dersom de ikke skal anses forpliktende i det hele tatt, ville formålet med dem være bortfalt. For øvrig mener BW det kan spørres om det å stemme for et skipssalg ville være rammet av forhåndsaksepten, i og med at et aksjesalg kunne gjennomføres selv om skipene var solgt.

BW er ikke enig i at BW la til grunn at forhåndsaksepten innebar et reelt ervert, og heller ikke at vitneavhør i voldgiftssaken gir grunnlag for å mene at det var skjedd et ervert eller konsolidering. BW viser til at det som ble annonsert 20. september var en beslutning om å fremme et frivillig tilbud, ikke et pliktig tilbud.

Konkret hva gjelder konsolidering etter verdipapirhandelloven § 6-5 jf. § 2-5 nr. 5, har BW en annen vurdering av de relevante rettskildene, herunder praksis fra Børsklagenemnden og EU-direktivet. BW har også vist til NOU 1996: 2. BW viser til at Transpetrol ikke eksempelvis har forpliktet seg til å stemme etter BWs ønsker, men at de kun forpliktet seg til «not take any action that could obstruct the completion of the transactions contemplated by the Offer». BW viser også til at Transpetrols bekreftelse overfor Auroras styre 26. september 2016 viste at Transpetrol ikke samarbeidet med BW om å overta kontrollen i Aurora. Ved å forplikte seg til ikke å stemme på generalforsamlingen, økte sannsynligheten for at Aurora ville oppnå flertall på generalforsamling for et salg av skip. Samlet sett mener BW det ikke er snakk om noen «koordinert opptreden» fra BW og Transpetrol.

BW mener samarbeidet i alle fall ikke har gått lenger enn til å gjelde selve ervervet av aksjer fra Transpetrol til BW. Etter BWs oppfatning er dette eksplisitt unntatt i NOU 1996: 2 fra det som skal medføre konsolidering.

Til alternativet om å hindre eller vanskeliggjøre et tilbud, understreker BW at konsolideringsalternativet forutsetter at det er fremmet et frivillig eller pliktig tilbud å samarbeide om å hindre eller vanskeliggjøre. BW mener videre at det ikke kan være grunnlag for å anse det angivelige budet fra Seatankers på skipene som et «tilbud», og at det uansett ikke var skriftlig fremsatt og også ble trukket før det ble kalt inn til noen generalforsamling i Aurora for å behandle salget. I alle tilfelle tilsier rettspraksis at det kun er tilbud fremmet som frivillige eller pliktige tilbud etter verdipapirhandellovens regler som dekkes.

## **7.2 Prosessuelle forhold**

BW anfører at ileggelse av tilbudsplikt, uavhengig av innsigelsene til dette over, ikke vil være praktisk gjennomførbart. BW viser til at Aurora ikke lenger er børsnotert, og at aksjene i selskapet er blitt overført til BW i 2016. BW påpeker også at Oslo Børs eventuelt skulle pålagt tilbudsplikt ved mottak

av forhåndsakseptene 4. oktober 2016, noe som ville kunnet gi BW muligheten for å velge nedsalg fremfor å forfølge tilbudet, jf. verdipapirhandelloven §§ 6-8 og 6-9. Dette alternativet vil ikke BW få nå dersom det pålegges tilbudsplikt. Til anførselen om at OBKN-2006-6 («TRS-saken») tilsier et annet resultat, bemerker BW at det i den saken dreide seg om konkurrerende bud.

Videre anfører BW at det ikke finnes hjemmel til å pålegge en ny kjøpesum eller et tillegg til kjøpesummen. I alle tilfelle viser BW til at Oslo Børs' vedtak om å godkjenne tilbudet bare er én side av rettsforholdet mellom BW og de som aksepterte tilbudet. BW anfører at alle akseptene osv. må vurderes for seg.

Siden BW mener det ikke er skjedd noen brudd på verdipapirhandelloven eller andre regler, er det heller ikke grunnlag for å vurdere andre sanksjoner fra Oslo Børs' eller Børsklagenemndens side. I alle tilfelle bemerker BW at ileggelse av sanksjon krever klar hjemmel.

BW mener begjæringen fra klagerne skal anses som en klage, og anfører derfor at klagefristen er utløpt. BW mener det er klart at den absolutte klagefristen på ett år gjelder også for vedtaket i saken, da verdipapirforskriften § 12-5 gir forvaltningsloven kapittel VI anvendelse med «de endringer og tillegg» som følger av bestemmelsen. BW mener videre begrunnelsen for ettårsfristen gjør seg gjeldende for Oslo Børs' vedtak. BW viser også til Navis-saken. I alle tilfelle mener BW det ikke er grunn til å mene at det foreligger «særlige grunner» som tilsier en fristutsettelse i saken.

BW anfører videre at det ikke er grunnlag for omgjøring av vedtaket etter forvaltningsloven § 35 første ledd bokstav c. BW mener vedtaket i saken ikke bygget på feil faktum, og viser til oversendelsen av forhåndsakseptene til Oslo Børs 4. oktober 2016. Vedtaket er derfor ikke ugyldig. BW antar at det fremkommer informasjon i begjæringen/klagen og tilsvaret som er ny for børsen, men mener den ikke har betydning for saken. BW viser til at anførselen om et «erverv» utelukkende bygger på forståelsen av forhåndsaksepten fra Transpetrol. BW anfører også at all informasjonen som påberopes som «ny» informasjon, var kjent for en av klagerne (Sundt AS) ved at daglig leder i selskapet også var styreleder i Aurora.

Også for omgjøring anfører BW at omgjøring ikke vil være praktisk gjennomførbart, og viser til Navis-saken.

### **7.3 Sakskostnader**

Avslutningsvis i bemerkningene til klagen har BW tatt opp spørsmålet om tilkjennelse av sakskostnader. BW viser til ordlyden i verdipapirforskriften § 12-8, og anfører at saken ikke har vært tvilsom (utover et ev. erstatningskrav). Det anføres at det har vært klart at Oslo Børs ikke har hatt rettslig grunnlag for å pålegge BW å betale et tilleggsvederlag, og at alle mulige tidsfrister for klage og omgjøring er utløpt. Kravet bes satt til NOK 150 000, og opplyses å inkludere kostnader til oversettelse av dokumenter til engelsk.

Etter bemerkninger fra klagerne, bekreftes det at omkostningene knytter seg til klagebehandlingen for Børsklagenemnden. For øvrig anfører BW at det er uten betydning for avgjørelsen av sakskostnadsspørsmålet om saken tas opp til realitetsbehandling eller ikke, slik klagerne har anført.

## **8 Børsens merknader til klagen**

Børsen kan ikke se at det er fremkommet forhold i saken som tilsier at børsens vedtak og beslutning 18. september skal endres. Børsen fastholder at det ikke er grunnlag for å behandle klagen, og at det ikke skal foretas omgjøring av det tidligere vedtaket om å godkjenne tilbudet.

Oslo Børs har funnet grunn til å presisere et forhold nærmere. Til BWs anførsel om at det ikke er grunnlag for børsen til å vurdere det slik at det var betydelig kontakt mellom Transpetrol og BW, bemerker børsen at den ikke har vurdert dokumentasjonen slik. Børsen viser til at klagerne har anført flere grunnlag for at tilbudsplikten ble utløst. Anførselene innebar at det måtte foretas en vurdering av avtalen med Transpetrol i lys av øvrige omstendigheter rundt oppkjøpet. Oslo Børs konstaterte i den forbindelse at partene i klagesaken har fremlagt dokumentasjon og informasjon om betydelig muntlig og skriftlig kommunikasjon mellom forskjellige aktører i perioden frem mot at BW fremmet sitt tilbud i slutten av oktober 2016. Oslo Børs vurderte det altså slik at det generelt var betydelig kontakt mellom de ulike aktørene i den totale oppkjøpsprosessen som ville være relevant for vurderingene.

## **9 Børsklagenemndens bemerkninger**

### **9.1 Børsens avvisning av klagen**

Etter verdipapirforskriften § 12-5 (1) gjelder forvaltningsloven kapittel VI for klagebehandlingen i Børsklagenemnden, med de endringer og tillegg som følger av bestemmelsen. Etter forvaltningsloven § 31 fjerde ledd kan en klage ikke tas under behandling som klagesak når det er gått mer enn ett år siden vedtaket ble truffet. Verdipapirforskriften gjør ikke noe unntak fra denne regelen. Børsklagenemnden kan, motsatt klageren, ikke se at det er holdepunkter for at det var et bevisst valg fra forskriftsgiver at ettårsfristen i § 31 fjerde ledd ikke ble tatt inn i forløperen til den nåværende forskriftsbestemmelsen for børsklagesaker.

Etter verdipapirforskriften § 12-5 (8) første punktum kan "markedsoperatøren og klagenemnden gjøre unntak fra fristene i bestemmelsen her når særlige grunner foreligger". Klager viser også til denne som hjemmel for Børsklagenemnden til likevel å behandle saken, selv om børsens opprinnelige vedtak ligger ca. 3 år tilbake i tid. Det er imidlertid ingen holdepunkter for at forskriften § 12-5 (8) var ment å hjemle en lengre klagefrist i børsklagesaker enn for forvaltningsklager i sin alminnelighet, men har snarere formodningen mot seg. Det følger ikke av ordlyden i (8), som viser til at det kan gjøres unntak fra "fristene i bestemmelsen her". Forskriften § 12-5 (2) til (6) inneholder flere særlige frister, bl.a. en kortere klagefrist (2 uker) og frister for partenes saksforberedelse. Det er naturlig å lese at det er disse fristene det kan gjøres unntak fra, ikke den absolutte klagefristen som følger av henvisningen til forvaltningsloven. Oslo Børs har således foretatt en korrekt rettsanvendelse ved avvisning av klagen.

Det er ikke nødvendig for konklusjonen, men Børsklagenemnden kan heller ikke se at det er særlige hensyn som taler for at den absolutte klagefristen bør være lengre for børsklagesaker enn andre forvaltningssaker. Når det gjelder godkjenning av tilbud er det sterke hensyn som taler mot lang klagefrist.

## **9.2 Anmodning om omgjøring av eget tiltak**

Klager har også anført at Børsklagenemnden som klageinstans bør omgjøre børsens vedtak av eget tiltak, jf. forvaltningsloven § 35 første ledd bokstav c) om vedtak som må anses som ugyldig.

Klagerens anførsel innebærer at Børsklagenemnden først må ta stilling til om børsens vedtak i 2016 var ugyldig, og dernest vurdere om det er grunn til å treffe et nytt vedtak i saken. Ikke minst det første vil kreve omfattende bevismessige og juridiske vurderinger.

Børsklagenemnden viser til Oslo Børs' uttalelser i Navis-saken ("Vedtak og uttalelser 2003 side 117 flg.) hva angår de problemstillinger som oppstår og hensyn som gjør seg gjeldende ved omgjøring på dette grunnlaget, av vedtak om godkjenning av allerede gjennomførte tilbud.

Verdipapirhandellovens regler om tilbudsplikt etablerer privatrettslige forhold mellom aksjonærene i de børsnoterte selskaper, samt visse plikter for målselskapet. Børsen har en kontrollerende rolle, men når transaksjonene først er gjennomført er det nærliggende at de som mener at bestemmelsene tilsa en høyere pris bringe dette opp i rettsprosesser mot den konkrete erverver.

Børsklagenemnden har på denne bakgrunn ikke funnet grunn til omgjøring av eget tiltak.

## **9.3 Krav om saksomkostninger**

BW LPG har fremsatt krav om at klager skal dekke BW LPGs omkostninger i klageomgangen, NOK 150 000.

Børsklagenemnden er enig med BW LPG at saken i det vesentlige er en sak mellom to eller flere parter, og at verdipapirforskriften § 12-8 (1) kommer til anvendelse.

Børsklagenemnden har ikke funnet avgjørelsen tvilsom, og har vanskelig for å se at klager hadde gode grunner for å bringe saksforholdet inn for Børsklagenemnden, ikke minst i lys av Navis-saken.

Børsklagenemnden pålegger derfor klagerne å dekke saksomkostninger for BW LPG i tråd med påstand.

\*\*\*\*\*

Børsklagenemnden fattet etter dette følgende enstemmige vedtak:

1. Oslo Børs' vedtak av 19. september 2019 om å avvise klage fra Sundt AS, Granhaug Industrier AS, Manara AS, Siljan Industrier AS og Tom E. Jebsen over vedtak av Oslo Børs 28. oktober 2016 ("Vedtaket"), opprettholdes.
2. Børsklagenemnden ser ikke grunn til å omgjøre Vedtaket av eget tiltak.
3. Sundt AS, Granhaug Industrier AS, Manara AS, Siljan Industrier AS og Tom E. Jebsen pålegges å betale NOK 150 000 til BW LPG Limited innen 14 dager.

### **5.3.2 BW LPG Limited – Oslo Børs vedtak - Begjæring om omgjøring av tidligere vedtak om godkjenning av frivillig tilbud fra BW LPG Limited på Aurora LPG Holding ASA, 18.09.2019**

*For fullstendighetens skyld inntas også vedtaket til Oslo Børs som ble påklaget til Børsklagenemnden ettersom nemndens avgjørelse inneholder henvisninger til vedtaket. Børsklagenemnden tok alle sider av saken opp til behandling, slik at Børsens vedtak er i sin helhet erstattet av nemndens avgjørelse.*

Oslo Børs har mottatt en begjæring om omgjøring av tidligere vedtak om godkjenning av tilbud fra BW LPG Limited («BW LPG»).

#### **1. Innledning**

##### *Klagerne*

Begjæringen er fremsatt av Sundt AS, Granhaug Industrier AS, Manara AS, Siljan Industrier AS og Tom E. Jebsen (heretter omtalt som klagerne). Klagerne er tidligere aksjonærer i Aurora LPG Holding ASA («Aurora») som solgte sine aksjer til BW LPG ved aksept av et offentlig overtakelsestilbud fremsatt av BW LPG i oktober 2016.

##### *Tilbudet*

Tilbudet og tilbudsdokumentet var godkjent av Oslo Børs i egenskap av tilbudsmyndighet før det ble fremsatt. Tilbudet ble utformet som et såkalt frivillig tilbud etter reglene om pliktig tilbud. Aksjonærene i Aurora kunne velge mellom vederlag i form av 0,3175 aksjer i BW LPG og NOK 7,40 i kontant eller NOK 13,55 i kontant. Akseptperioden løp fra 31. oktober 2016 til 5. desember 2016.

##### *Gjennomføring av tilbudet og tvungen overføring*

Ved gjennomføringen av tilbudet ble BW LPG eier av omlag 92,98 % av aksjene i Aurora (96,35 % justert for egne aksjer). BW LPG iverksatte deretter tvungen overføring av de resterende aksjene. Aurora ble i denne forbindelse strøket fra notering på Oslo Børs. Det pågår for tiden en skjønnssak mot BW LPG om fastsettelse av vederlaget for den tvungne overføringen av minoritetens aksjer. Anders Ryssdal som representerer klagerne i denne saken er prosessfullmektig for minoritetsaksjonærene i skjønnssaken. Advokatfirmaet Thommessen representerer BW LPG i denne saken og advokater hos Thommessen er også prosessfullmektig for BW LPG i skjønnssaken. Partene har bla. fremlagt dokumentasjon og informasjon som stammer fra skjønnssaken.

##### *Påstand om tilbudsplikt*

Klagerne er av den oppfatning at BW LPG før tilbudet ble fremmet hadde utløst tilbudsplikt og at det innebar en plikt til å tilby en høyere pris enn den som ble tilbudt i det tilbudet som ble fremmet.

##### *Grunnlaget for påstått tilbudsplikt*

Grunnlaget for utløsning av slik tilbudsplikt skal være en såkalt forhåndsaksept BW LPG inngikk med en av de største aksjonærene i Aurora. En forhåndsaksept er normalt en avtale med en fremtidig tilbyder der aksjonærer forplikter seg til å akseptere et offentlig overtakelsestilbud, som tilbyderen planlegger å fremme. BW LPG inngikk en slik avtale med Transpetrol Shipping Limited («Transpetrol») som eide 9,84 % av aksjene i Aurora. Klagerne har anført at innholdet av denne avtalen, og omstendighetene for øvrig, medfører at BW LPG skal ansees for å ha ervervet disse aksjene eller rettigheter til disse aksjene som må ansees som reelt erverv. Et slikt erverv utløser tilbudsplikt fordi de med det passerte terskelen for tilbudsplikt på 1/3 av stemmene. BW LPG eide i forkant av dette 29,83 % av aksjen i Aurora. Det nevnes at BW LPG også inngikk forhåndsaksepser med andre aksjonærer i Aurora, herunder med Sundt AS (4,39 %) som er en av klagerne. Totalt utgjorde forhåndsakseptene 18 % av aksjene. Klagerne er av den oppfatning at avtalen med Transpetrol medførte at BW LPG da eide 39,67 % av aksjene i Aurora.

### *Minste tilbudspris*

Er tilbudsplikt utløst må tilbyder minst tilby høyeste pris tilbyder, eller nærstående, har betalt eller avtalt for aksjer i målselskapet siste seks måneder. Klagerne anfører at dette innebærer at det ved fastsettelse av denne prisen skal tas hensyn til kjøp av Aurora-aksjer BW LPG foretok 26. april 2016 til NOK 41 per aksje.

### *Påstand om konsolidering*

Alternativt anfører klagerne at avtalen om forhåndsaksept med Transpetrol innebærer at BW LPG og Transpetrol skal ansees som nærstående – såkalt konsolidering. Grunnlaget for konsolideringen skal være forpliktende samarbeid om bruk av aksjonærrettigheter og/eller samarbeid om vanskeliggjøring eller hindring av et tilbud. Begrunnelsen for slik konsolidering er at avtalen om forhåndssaksept inneholder en bestemmelse om at Transpetrol forplikter seg til å ikke foreta handlinger som hindrer gjennomføringen av det overtakelsestilbudet som BW LPG vil fremme.

### *Konsolidering og påstand om tilbudsplikt*

Konsolidering i seg selv medfører ikke utløsning av tilbudsplikt. Tilbudsplikt utløses først dersom en av partene i den konsoliderte gruppen erverver ytterligere aksjer. BW LPG skal ha ervervet ytterligere 2,96 % i Aurora den 19. september 2016.

De ovenfor nevnte forhold gjelder følgende bestemmelser om selskapsovertakelser i verdipapirhandelloven og verdipapirforskriften:

Regelen om tilbudsplikt fremkommer av vphl. § 6-1 (1):

#### *Tilbudsplikt ved aksjeervert*

*(1) Den som gjennom ervert 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.*

Regelen om frivillig tilbud etter reglene om pliktig tilbud fremkommer av vphl. § 6-1 (5) nr. 3:

*(5) Første til fjerde ledd gjelder også når erververen tidligere har fremsatt frivillig tilbud. Første til fjerde ledd gjelder likevel ikke dersom følgende vilkår er oppfylt:*

*[...]*

*3. det var opplyst i tilbudsdokumentet at det frivillige tilbudet fremsettes i samsvar med reglene om pliktige tilbud, og at dette medfører at det ikke vil inntre tilbudsplikt selv om tilbudspliktgrensen som nevnt i første ledd passerer som følge av tilbudet.*

Reglene om konsolidering står i vphl. § 6-5:

*(1) I forhold til reglene om tilbudsplikt regnes like med en aksjeeiers egne aksjer, aksjer som eies eller erverves av nærstående som nevnt i § 2-5. Tilbudsplikt inntreer uavhengig av om ervervet foretas av aksjeeieren selv eller av aksjeeierens nærstående som nevnt i § 2-5. Ved vurderingen av om det inntreer gjentatt tilbudsplikt regnes tilbud som tidligere er fremsatt av nærstående som nevnt i § 2-5, like med en erververs tidligere fremsatte tilbud.*

Regelen om nærstående på grunnlag av samarbeid fremkommer av vphl. § 2-5 nr. 5:

*Som noens nærstående menes:*

*[...]*

*5. noen som det må antas at vedkommende har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument, herunder samarbeid der et tilbud vanskeliggjøres eller hindres.*

Regelen om minste tilbudspris ved pliktig tilbud fremkommer vphl. § 6-10:

*(4) Tilbudsprisen skal være minst like høy som det høyeste vederlag tilbyderen har betalt eller avtalt i perioden 6 måneder før tilbudsplikten inntrådte. Dersom det er klart at markedskursen når tilbudsplikten inntrer er høyere enn den pris som følger av første punktum, skal tilbudsprisen være minst like høy som markedskursen.*

Bestemmelsen om tilbudsplikt ved erverv av rettigheter fremkommer av verdipapirforskriften § 6-11 (tidligere børsforskriften).

*(1) Dersom erverv av rett til å bli eier av aksjer må anses som reelt erverv av aksjene, kan børsen pålegge tilbudsplikt for den som gjennom slikt erverv får rett til å bli eier av aksjer som sammen med vedkommendes øvrige aksjer representerer mer enn 1/3 av stemmene i et børsnotert selskap.*

## **2. Nærmere om oppkjøpet**

Aurora, som var et norsk allment aksjeselskap, ble notert på Oslo Axess 26. september 2014. Oslo Axess er et regulert marked med Oslo Børs som operatør. Aurora var notert frem til 27. desember 2016. Selskapet var ikke notert på andre regulerte markeder. Selskapet hadde utestedet en aksjeklasse med lik stemmerett.

BW LPG er notert på Oslo Børs. Selskapet er hjemmehørende på Bermuda.

Det er opplyst at BW LPG ble aksjonær i Aurora høsten 2015. BW LPG kjøpte seg opp til 12,13 % 8. desember 2015. BW LPGs aksjepost økte deretter til 15 % 14. desember 2015. Gjennom kjøp i av slutten av februar og begynnelsen av mars 2016 økte eierskapet 19,71 %. Videre er det opplyst at BW LPG foretok ytterligere kjøp i mars, april og mai 2016

BW LPG offentliggjør den 19. september 2016 at de har ervervet en post i Aurora på ca. 10 % og at de nå eier 29,83 %. Dagen etter offentliggjør BW LPG intensjon om å fremme et overtakelsestilbud. Samtidig opplyser de at eierskapet har økt til 32,79 %. Tilbudet ble gjennomført slik at BW LPG kunne iverksette tvungen overføring 12. desember 2016. Aurora ble deretter strøket fra notering.

Følgende meldinger om overtakelsestilbudet offentligjort over informasjonssystemet til Oslo Børs kan bemerkes:

### **20.09.16 - Acquisition of shares in Aurora LPG Holding and decision to launch voluntary offer**

BW LPG offentliggjør at de etter erverv eier 32,79 % av aksjene i Aurora og at de vil fremme et frivillig tilbud.

Aksjonærene kan velge mellom tilbudsprisen i form av enten:

0,3175 aksjer i BW LPG og NOK 6,15 i kontant, eller  
NOK 12,30 i kontant.

Gjennomføringen av tilbudet vil være betinget av bla: 90 % akseptgrad, klarering fra konkurranse myndigheter og andre sedvanlige betingelser.

Meldingen inneholder også informasjon om forhåndsaksepten fra Transpetrol.

### **03.10.19 - Amended offer terms and update on the voluntary offer for Aurora LPG Holding**

BW LPG offentliggjør endringer i vilkårene for tilbudet.

Endringene gjelder dels en øking av tilbudsprisen til 0,3175 aksjer i BW LPG og NOK 7,40 i kontant eller NOK 13,55 i kontant og dels endring i betingelsene for gjennomføring. Bla. fjernes betingelsen om 90 % akseptgrad.

#### **03.10.19 - Regarding Revised Offer by BW LPG**

Styret i Aurora tilkjennegir sin foreløpige vurdering av alternativene for selskapet og tilbudet som endret.

Bla. tilkjennegis at tilbudet, situasjonen tatt i betraktning, fremstår som den beste løsningen for aksjonærene. Videre opplyses at Sundt AS, som er representert i styret ved styrets leder Leiv Askvig, har avgitt forhåndsaksept.

#### **28.10.19 - Unconditional voluntary offer - offer document approved**

Oslo Børs offentligjør at tilbudet og tilbudsdokumentet er godkjent.

Forutfor slik godkjenning kontrollerer og kommenterer Oslo Børs utkast til tilbudsdokument. I denne forbindelse svarer tilbyder på en del kontrollspørsmål og oversender etterspurt dokumentasjon. Bla. mottok Oslo Børs kopier av avtaler om forhåndsaksepser, herunder avtalen med Transpetrol.

#### **31.10.19 - BW LPG - Launch of voluntary unconditional tender offer for Aurora LPG and approved combined offer document and prospectus**

BW LPG offentligjør at tilbudet nå fremmes. Akseptperioden løper fra 31. oktober 2016 til 5. desember 2016.

Tilbudsprisen er 0,3175 aksjer i BW LPG og NOK 7,40 i kontant eller NOK 16,00 i kontant.

Tilbudet er endret til et såkalt frivillig tilbud etter reglene om pliktig tilbud. Det innebærer at vilkårene for tilbudet må tilfredsstillende kravene til et pliktig tilbud. Bla. må tilbudet ikke inneholde vilkår og tilbudsprisen må tilfredsstillende kravet til minste pris. Derfor inneholder tilbudet ikke betingelser for gjennomføring. Det bemerkes videre at tilbudsdokumentet også utgjør et prospekt for tilbud om erverv av aksjer i BW LPG ettersom Aurora-aksjonærene delvis kan velge vederlag i form av aksjer. Prospektet er kontrollert og godkjent av Finanstilsynet som prospektmyndighet.

#### **07.11.19 - AURLPG - announcement by Transpetrol**

Transpetrol offentliggjør flaggemelding om at de har akseptert tilbudet.

#### **24.11.19 - Board statement regarding unconditional offer from BW LPG**

Styret i Aurora offentligjør sin uttalelse om tilbudet hvor de bla. anbefaler tilbudet for aksjonærene.

#### **07.12.19 - BW LPG - Final result of the voluntary unconditional tender offer for Aurora LPG**

BW LPG offentligjør endelig resultat av tilbudet.

Etter gjennomføring vil BW LPG eie 92,98 % av aksjene i Aurora (96,35 % justert for egne aksjer).

#### **12.12.19 - BW LPG - Implementation of compulsory acquisition to acquire all shares in Aurora LPG Holding ASA**

BW LPG offentligjør iverksettelse av tvungen overføring av aksjer i Aurora. Vederlaget som tilbys er NOK 16 per aksje.



### **22.12.19 – Delisting**

Oslo Børs offentligjør at Aurora vil bli strøket fra notering på Oslo Axess. Siste noteringsdag vil være 27. desember 2016.

## **3. Nærmere om partenes påstander og anførsler**

### **3.1 Klagerne**

Vi vil nedenfor gjøre nærmere rede for vår forståelse av klagernes anmodning.

#### *Tilbudsplikt*

Vi forstår begjæringen slik at klagerne mener at Oslo Børs må kunne pålegge BW LPG tilbudsplikt som følge av at forhåndsaksepten reelt sett innebar et erverv eller inngåelse av rettighet som må likestilles med erverv, alternativt som følge av at forhåndsaksepten medfører konsolidering med etterfølgende utløsning av tilbudsplikt ved erverv av ytterligere aksjer.

#### *Pålegg om tilbud om ny kjøpesum*

Vi forstår videre begjæringen slik at klagerne mener at Oslo Børs skal pålegge BW LPG å tilby eller betale en tilleggs kjøpesum til de som har solgt sine Aurora-aksjer til BW LPG gjennom det frivillige tilbudet.

#### *Opphevelse av vedtaket om godkjenning av tilbudet som følge av klage*

Begjæringen om å pålegge tilbudsplikt og pålegg om ny kjøpesum må forstås som en klage over Børsens vedtak om godkjenning av det frivillige tilbudet.

#### *Omgjøring av eget vedtak*

Klagerne har videre anmodet om at Oslo Børs alternativt omgjør sitt vedtak av eget tiltak.

#### *Andre sanksjoner*

Klagerne har anmodet om at Oslo Børs vurderer å benytte andre sanksjoner.

### **3.2 Tilbyder – BW LPG**

Vi vil nedenfor gjøre nærmere rede for vår forståelse av BW LPGs tilsvarende svar til klagernes anmodning.

#### *Tilbudsplikt*

BW LPG har anført at Oslo Børs ikke har anledning til å pålegge tilbudsplikt under henvisning til at dette ikke er gjennomførbart.

#### *Pålegg om tilbud om ny kjøpesum*

BW LPG har anført at Oslo Børs ikke har hjemmel til å pålegge tilbud om en tilleggs kjøpesum.

#### *Opphevelse av vedtaket om godkjenning av tilbudet som følge av klage*

BW LPG har anført at Oslo Børs ikke kan behandle klage over vedtaket om godkjenning fordi klagefristen (to uker, alternativt et år) er løpt ut. Videre har BW LPG anført at det ikke kan gis fristutsettelse utover ettårsfristen da det ikke foreligger særlige grunner for det.

#### *Omgjøring av eget vedtak*

Til slutt har BW LPG anført at det ikke er grunnlag for Oslo Børs til å omgjøre vedtaket av eget tiltak under henvisning til at det ikke foreligger ugyldighet som bygger på feil faktum og at en omgjøring ikke er gjennomførbart for noen av partene.

#### *Materielle forhold*

BW LPG har også presentert anførsler om de materielle forhold om utløsning av tilbudsplikt ved erverv og om konsolidering, samt om enkelte faktiske forhold.

BW LPG har anført at det ikke foreligger grunnlag for å anse forhåndsaksepten som erverv av aksjer som vil utløse tilbudsplikt eller inngåelse av en rettighet til aksjer som må likestilles med reelt erverv av aksjer.

BW LPG har også anført at det ikke er grunnlag for konsolidering mellom BW LPG og Transpetrol.

#### **4. Oslo Børs' vurdering**

Oslo Børs vil først gjøre noen betraktninger rundt de pålegg klagerne mener at Oslo Børs skal foreta seg, da dette også er av betydning for vurderingene rundt klageadgangen og omgjøring av eget tiltak.

#### *Nærmere om tilbudsplikt og tilleggsvederlag*

Klagerne har anmodet at Oslo Børs må pålegge BW LPG tilbudsplikt for erverv av aksjer foretatt i perioden før tilbudet ble fremmet. Det er gjort rede for ovenfor for det nærmere grunnlaget for slik utløsning av tilbudsplikt. Videre har klagerne anmodet at Oslo Børs pålegger BW LPG å betale eller tilby et tillegg på NOK 25 per aksje til dem som har solgt sine Aurora-aksjer.

BW LPG eier i dag alle aksjene i Aurora. De tidligere aksjonærene i Aurora solgte sine aksjer til BW LPG i eller i tilknytning til tilbudet som ble fremmet. Disse overdragelsene skjer gjennom avtaler som etableres mellom kjøper og selger. Reglene om tilbud om overtakelse inneholder visse krav til de tilbud som tilbydere kan eller må presentere. Dette gjelder både det materielle innholdet av tilbudet og den informasjon som skal presenteres gjennom tilbudsokumentet. De siste gjenværende aksjonærene overdro sine Aurora-aksjer til BW LPG ved tvungen overføring. Denne overdragelsen er nærmere regulert gjennom allmennaksjeloven. Bla. ved at aksjonærene kan forlange vederlaget fastsatt ved skjønn. Videre ble noteringen av Aurora avsluttet i desember 2016. Selskapet har siden den gang vært et unotert selskap og blitt omdannet til et aksjeselskap.

Dersom det oppdages en feil ved et tilbud vil dette normalt kunne repareres ved at det fremmes et nytt tilbud hvor feilen er rettet. En slik reparering er ikke mulig å gjennomføre i en situasjon der alle aksjene er overdratt til en aksjonær. Det å pålegge BW LPG tilbudsplikt vil i seg selv ikke være gjennomførbart. Selskapet er ikke notert på regulert marked og det er ingen aksjonærer per i dag som et tilbud kan rettes mot.

En eventuell feil ved et tilbud vil kunne ha betydning for de avtaler om kjøp og salg som etableres mellom en tilbyder og aksjonærene. Vurdering av slike avtaler ligger utenfor det Oslo Børs, som tilbudsmyndighet, skal være involvert i. Videre er Oslo Børs ikke gitt kompetanse til å pålegge tilbydere som har gjennomført offentlige tilbud en plikt til å tilby eller betale et tilleggsvederlag til aksjonærer som har akseptert tilbudet. Et slikt pålegg vil forutsette et eksplisitt grunnlag og det foreligger ikke.

#### *Nærmere om sanksjoner*

Klagerne har også anmodet om at Oslo Børs vurderer eventuelle andre sanksjoner. Til det vil Oslo Børs bemerke at som tilbudsmyndighet er ikke Oslo Børs gitt kompetanse til å ilegge sanksjoner for overtredelse regelverket om selskapsovertakelser. Tilbudsmyndigheten er imidlertid gitt kompetanse til å iverksette visse tiltak, som f.eks. daglig mulkt frem manglende tilbudsplikt er etterlevd. Disse tiltakene er spesifikt angitt og er ikke egnet her.

## *Klage*

Oslo Børs har tidligere behandlet en sak med tilsvarende spørsmål om klageadgang og omgjøring som i denne saken - Navis ASA – anmodning om omgjøring av vedtak vedr Fred Olsen Energy ASAs pliktige tilbud datert 27. november 2000 (brev av 05.11.2003), inntatt i vår publikasjon Vedtak og uttalelser 2003 pkt. 6.2.4. Oslo Børs har foretatt en fornyet vurdering av de spørsmål som ble vurdert i Navis-saken og mener at det fortsatt er gjeldende.

Klagernes begjæring om å pålegge tilbudsplikt og pålegg om ny kjøpesum må forstås som en klage over Børsens vedtak om godkjenning av det frivillige tilbudet. Reglene om klagefrister fremkommer av verdipapirforskriften § 12-5 (2) og (8) og forvaltningsloven § 31.

Verdipapirforskriften § 12-5 (1), (2) og (8) lyder:

### *§ 12-5.Saksbehandling*

*(1) For klagebehandlingen i Børsklagenemnden gjelder reglene i forvaltningsloven kapittel VI med de endringer og tillegg som følger av bestemmelsen her.*

*(2) Klagefristen er to uker. For klageberettigede som ikke er gitt melding om markedsoperatørens vedtak, og som heller ikke har krav på slik melding, løper klagefristen fra offentliggjøring av markedsoperatørens vedtak.*

*[...]*

*(8) Markedsoperatøren og klagenemnden kan gjøre unntak fra fristene i bestemmelsen her når særlige grunner foreligger. Markedsoperatøren og klagenemnden kan for sin behandling bestemme at de frister som fastsettes, skal ha preklusiv virkning.*

Forvaltningsloven § 31 lyder:

*«§ 31.(oversetting av klagefristen).*

*Selv om klageren har oversett klagefristen, kan klagen tas under behandling såfremt*

*a) parten eller hans fullmektig ikke kan lastes for å ha oversett fristen eller for å ha drøyd med klage etterpå, eller*

*b) det av særlige grunner er rimelig at klagen blir prøvd.*

*Ved vurderingen av om klagen bør tas opp til behandling, skal det også legges vekt på om endring av vedtaket kan medføre skade eller ulempe for andre.*

*Klagen kan ikke tas under behandling som klagesak dersom det er gått mer enn ett år siden vedtaket ble truffet»*

Fristen til å klage på Børsens vedtak om godkjenning er to uker, jfr. verdipapirforskriften § 12-5 (2). Børsen kan gjøre unntak fra klagefristen etter bestemmelsens åttende ledd «når særlige grunner foreligger».

Det følger av Navis-saken at det ikke kan inngis klage senere en ett år etter at vedtaket ble truffet, jfr. forvaltningsloven § 31 (3). For den nærmere begrunnelsen vises det til vurderingene i Navis-saken. For det tilfelle at det likevel skulle foreligge hjemmel for å behandle klager etter ett-års fristen foreligger ikke grunn for å gi slik utsettelse. Den nærmere begrunnelsen gitt nedenfor om omgjøring gjelder også for denne vurderingen. Oslo Børs har derfor avvist behandling av klagen.

### *Omgjøring av eget tiltak*

Vilkårene for omgjøring av eget tiltak fremgår av forvaltningsloven § 35. Når det generelt gjelder muligheten og plikten for Oslo Børs til å omgjøre sitt vedtak av eget tiltak vises det til vurderingene som fremkommer i Navis-saken.

Det følger av vurderingene i Navis-saken at det ikke foreligger en ubetinget plikt for Oslo Børs til å omgjøre vedtak av eget tiltak. Det må foretas en konkret og helhetlig vurdering av behovet for og hensiktsmessigheten av omgjøring. Oslo Børs har i forhold til omgjøring av dette vedtaket gjort følgende vurdering.

Oslo Børs vil først presisere at selve avtalen om forhåndsaksept med Transpetrol var kjent for og forelagt Oslo Børs under prosessen med kontroll og godkjenning av tilbudet og tilbudsdokumentet. Børsen var naturlig nok ikke kjent med de detaljerte opplysningene om den omfattende kontakten mellom forskjellige involverte parter frem mot at BW LPGs tilbud fremmes i slutten av oktober 2016. Både vurderingen av om det foreligger et erverv av aksjer som utløser tilbudsplikt og vurderingen av konsolidering er basert på innholdet av avtalen om forhåndsaksept mellom BW LPG og Transpetrol. Det vil ikke være tilstrekkelig å kun vurdere de rettigheter og forpliktelser som fremkommer av avtalen. Avtalen må vurderes i lys av de konkrete omstendighetene rundt oppkjøpet av Aurora. Dette forutsetter betydelige bevismessige vurderinger av hendelser som fant sted høsten 2016. Partene har fremlagt betydelig dokumentasjon og informasjon om muntlig og skriftlig kommunikasjon mellom forskjellige aktører i denne perioden. Det er betydelig uenighet mellom partene om faktum og betydningen av hendelsene. Behovet for slike omfattende nye bevismessige vurderinger taler mot nye vurderinger av vedtaket. For å bringe sikkert på det rene hvordan hendelsene var og hvilken betydning disse skal ha, bør det umiddelbar bevisføring til, og det egner seg for behandling i domstoler som fullt ut kan foreta en slik prøvelse.

Det sentrale for Oslo Børs er at en omgjøring av vedtaket om godkjenning av tilbudet, herunder tilbudsprisen, ikke kan gjennomføres fra et praktisk ståsted fordi alle Aurora-aksjene er overdratt til BW LPG. Det vil ikke være mulig å korrigere en eventuell feil ved at BW LPG fremmer et nytt tilbud.

Tidligere aksjonærer i Aurora, herunder klagerne, har solgt sine aksjer til BW LPG gjennom avtaler etablert ved aksept av tilbudet. En eventuell feil ved tilbudet vil kunne ha rettslig betydning for disse avtalen og dermed også for den etterfølgende tvungne overføringen etter allmennaksjeloven. Som gjort rede for ovenfor ligger det utenfor Oslo Børs sin rolle å vurdere disse nærmere.

En avvisning av å omgjøre vedtaket innebærer ikke at de som har solgt sine Aurora aksjer til BW LPG står uten virkemidler til å forfølge sitt eventuelle krav. Tatt i betraktning at en eventuell feil ved BW LPGs tilbudt etter sin art ikke kan gjennomføres fra et praktisk ståsted fordi aksjene er overført, er det i realiteten et krav om erstatning man står overfor. Så lenge det ikke er Børsen, men avtalemotparten BW LPG, som er den naturlige part å saksøke, må det ligge utenfor det naturlige område for Børsens prøvelse å gå dypere ned i saksforholdet enn det som allerede er gjort. I en eventuell tvist mellom BW LPG, som kjøper, og de tidligere Aurora-aksjonærene, som selger, vil spørsmålet om hva som ville vært riktig tilbudspris kunne være et relevant tema, men hvilket krav selgerne har mot kjøperen må avgjøres av domstolene.

Oslo Børs finner derfor ikke grunn til å omgjøre vedtaket.

## *Vedtak og beslutning*

Oslo Børs avviser behandling av klagen og har besluttet å ikke omgjøre tidligere vedtak om å godkjenne tilbudet.

Vedtaket om å avvise klagen kan påklages etter reglene om klage i verdipapirforskriften kap. 12 del 2. Beslutningen om å ikke omgjøre vedtaket er ikke et enkeltvedtak som kan påklages.

## **5.4 Dispensasjon fra tilbudsplikt**

### **5.4.1 Norske Skog ASA – Exemption from the mandatory bid obligation, 15.10.2019**

#### **1 The application**

Reference is made to the letter from the law firm BAHR AS ("**BAHR**") dated 2 October 2019 and the subsequent e-mail from BAHR dated 9 October 2019 (together the "**Application**"), where BAHR, on behalf of Oceanwood Opportunities Special Situation Malta Limited ("**Oceanwood**") applies for an exemption from the mandatory bid obligation, cf. the Norwegian Securities Trading Act ("**STA**") section 6-2 (3), in connection with a contemplated transfer of shares in Norske Skog ASA ("**Norske Skog**") from a subsidiary to the parent company.

Norske Skog is contemplated to list its shares on Oslo Børs (the "**IPO**"), which it expected to be contemplated within October 2019.

Oceanwood currently owns 100% of the shares and voting rights in NS Norway Holding AS ("**NS Norway Holding**"), which in turn owns 100% of the shares and voting rights in Norske Skog. As part of the IPO, NS Norway Holding contemplates to sell approximately 40 to 60% of its shareholding to the public market. In connection with and subsequent to the IPO, Oceanwood also plans to complete an intra-group reorganization where the residual shareholding of 60 to 40% Norske Skog shares shall be sold from NS Norway Holding to Oceanwood (the "**Share Sale**"). Following this, NS Norway Holding will own zero shares in Norske Skog and shall be liquidated.

The Application for exemption is based on that the transaction does not represent a change of control or is part of a chain of transactions that may lead to a change of control.

In regard to subsequent acquisitions, it is in the Application assumed that Oceanwood will undertake the same position as NS Norway Holding has per the date of the transaction, and Oceanwood would like to get this confirmed by Oslo Børs ASA ("**Oslo Børs**").

#### **2 Legal basis**

STA section 6-1 (1) regarding the mandatory bid obligation in connection with share acquisitions states:

*"Any person who through acquisition becomes the owner of shares representing more than 1/3 of the voting rights in a Norwegian company the shares of which are quoted on a Norwegian regulated market is obliged to make a bid for the purchase of the remaining shares in the company."*

Pursuant to the STA section 6-1 (6) the mandatory bid obligation is triggered in the event of acquisition by someone with whom the acquirer is consolidated:

*"Subsection (1) applies correspondingly in the event of acquisition by someone with whom the acquirer is consolidated pursuant to section 6–5, when the acquirer alone or together with one or more of the related parties crosses the mandatory offer threshold as a result of the acquisition."*

The legal basis for the resolution for exemption is stated in the STA section 6-2 (3):

*"The takeover supervisory authority may in special cases make exceptions from the mandatory bid obligation in the case of acquisition by someone with whom the acquirer is consolidated pursuant to section 6–5; see section 6–1 subsection (6)."*

Regarding subsequent acquisitions the STA section 6-6 (2) states:

*"A shareholder who has crossed a mandatory bid threshold as mentioned in 6–1 or section 6–6 subsection (1) in such a way as not to trigger the mandatory bid obligation, and has therefore not made a mandatory bid, is obliged in the case of each subsequent acquisition that increases his proportion of the voting rights to make an offer to buy the remaining shares of the company."*

### **3 Actual circumstances**

As mentioned above, Norske Skog is contemplated to carry out the IPO on Oslo Børs within October 2019. Oceanwood currently owns 100% of the shares and voting rights in NS Norway Holding, which in turn owns 100% of the shares and voting rights in Norske Skog.

Following the IPO and the Share Sale, NS Norway Holding will not own any shares in Norske Skog, but Oceanwood will own the shares in Norske Skog, expected to be between 40 to 60%. Oslo Børs has been informed that it is not an unlikely scenario that Oceanwood will retain an ownership in Norske Skog of more than 50%. Oceanwood will based on this become a direct shareholder in Norske Skog, instead of an indirect shareholder in Norske Skog through NS Norway Holding. NS Norway Holding shall be liquidated after the Share Sale.

The price per share in the Share Sale shall equal the IPO price per share. The proceeds from the sale of Norske Skog share in the IPO and the Share Sale are expected to be applied towards repayment of existing debt in Oceanwood and, if there are any excess capital, such capital will be distributed in connection with a liquidation of NS Norway Holding.

The purpose of the reorganization is to simplify the structure of the group by collapsing an intermediate company.

### **4 Oslo Børs' assessment**

#### **4.1 The exemption**

Pursuant to the STA section 6-1 (6) the mandatory bid obligation is triggered in the event of acquisition by someone with whom the acquirer is consolidated, when the acquirer crosses the mandatory bid threshold. Oslo Børs, in its capacity as takeover supervisory authority, may in special cases (*Nw: "særlige tilfeller"*) make exceptions from the mandatory bid obligation in the case of acquisition by someone with whom the acquirer is consolidated, cf. the STA section 6-2 (3). In the preparatory works for the STA, cf. NOU 2005:17 and Ot.prp. no. 34 (2006-2007), regarding whether or not an exemption from the mandatory bid obligation should be granted, it is expressed that it shall be placed emphasis on whether the transfer represents a change of control or is part of a chain of transactions that may lead to a change of control.

Oslo Børs considers that the reorganization of the ownership in Norske Skog does not imply a change of control or is part of a chain of transactions that may lead to a change of control. Oslo Børs is of the

opinion that such special cases exist in the present situation and that an exemption from the mandatory bid obligation can be granted pursuant to the STA section 6-2 (3) for the transfer of shares in Norske Skog to Oceanwood. Exemptions from the mandatory bid obligation should contain a time frame for carrying out the transaction. Within 31 December 2019 is considered to be adequate for this transaction.

#### **4.2 Subsequent acquisitions**

Pursuant to the rules regarding subsequent acquisitions, cf. the STA section 6-6 (2), a shareholder who has crossed a mandatory bid threshold in such a way as not to trigger the mandatory bid obligation, is obliged in the case of each subsequent acquisition that increases its proportion of the voting rights to make an offer to buy the remaining shares of the company.

In accordance with previous statements from Oslo Børs, regarding continuity in conjunction with a transfer on the basis of exemption from a mandatory bid obligation, Oslo Børs' view is that Oceanwood after the acquisition of the shares in Norske Skog, according to the rules on mandatory obligation bids, will be in equal position as NS Norway Holding before the transfer. Oceanwood will undertake the same position as NS Norway Holding has today. This implies that if e.g. NS Norway Holding owns shares representing more than 50% of the voting rights in Norske Skog, at the time of the IPO and the Share Sale and at all times between the IPO and the Share Sale, Oceanwood can acquire further shares in Norske Skog without triggering a mandatory bid.

Oslo Børs' considerations regarding the bid obligation in connection with subsequent acquisitions is not a part of Oslo Børs' authority to grant exemptions, and should therefore only be regarded as a statement on the statutory interpretation.

#### **5 Resolution**

Oslo Børs, in its capacity as takeover supervisory authority, has on this basis made the following resolution:

*"An exemption from the mandatory bid obligation will be granted to Oceanwood Opportunities Special Situation Malta Limited pursuant to the STA section 6-2 (3) in connection with the transfer of shares in Norske Skog ASA.*

*The transfer must be carried out within 31 December 2019.*

*No later than the agreement or decision regarding the transfer is executed, Oceanwood Opportunities Special Situation Malta Limited shall make sure that an ordinary stock exchange notice is published, stating that Oslo Børs, in its capacity as takeover supervisory authority, has resolved to grant an exemption pursuant to the STA section 6-2 (3) for the transfer. Oslo Børs shall at the same time be notified about the disclosure."*

For the sake of good order Oslo Børs informs that this resolution may be appealed by persons having a legal interest in an appeal (*Nw: rettslig klageinteresse*).

Oslo Børs shall be notified if the transfer is not carried out.

#### **5.4.2 Norske Skog ASA - Vedrørende dispensasjon i forrige punkt, 18.10.2019**

Fra representant for Norske Skog ASA til Oslo Børs:

We refer to the Letter and the exemption decision made by Oslo Børs on 16 October 2019 related thereto (the “**OSE Decision**”). Defined terms in this email shall be the same as in our email of 9 October 2019 below.

As per our discussion, OSSML would like to have confirmed with Oslo Børs that the OSE Decision does not assume that the Transfer need to take place by one single transfer of all shares in NS held by NS NH, from NS NH to OSSML, prior to 31 December 2019 to be within the scope of the OSE Decision. Consequently, NS NH may carry out the Transfer (meaning NS NH’s shares in NS from NS NH to OSSML) on two or more single transfers (as opposed to one transfer of all shares in “one block”) without triggering the Mandatory Offer Rules, as long as such transfers are carried out prior to 31 December 2019.

Avgjørelse fra Oslo Børs:

We refer to your e-mail below. In our resolution of 15 October 2019, referred to as the OSE Decision below, there is a premise that the transfer shall be made in one single transfer, prior to 31 December 2019.

However, based on your request below, Oslo Børs hereby decides to amend the resolution as of 15 October 2019, to also comprise two or more single transfers of shares in Norske Skog, prior to 31 December 2019, from NS Norway Holding to Oceanwood, without triggering the mandatory bid obligation. Defined terms are used as in our resolution letter of 15 October 2019.



