

Protokoll fra styremøte i Oslo Børs ASA 25. juni 2013

Northland Resources S.A. - overtredelse av løpende informasjonsplikt

1. Innledning

Saken dreier seg om Northland Resources S.A. ("Northland" eller "selskapet") har brutt verdipapirhandelloven ("vphl.") § 5-2 (1), jf. Oslo Børs' løpende forpliktelser pkt. 3.1.1, ved å unnlate å rettidig offentliggjøre informasjon om forventede økte drifts- og investeringskostnad, samt effekt av endrede antagelser om øvrige forhold som ville kunne påvirke selskapets inntekter og finansieringssituasjon. Samlet sett medførte dette at det forelå et identifisert udekket kapitalbehov for selskapet, i all hovedsak knyttet til selskapets gruveprosjekt i Kaunisvaara i Nord-Sverige ("Kaunisvaara-prosjektet"). Northland meddelte i børs melding av 24. januar 2013, som følge av en lekkasje 23. januar ifm. pågående prosess med kapitalinnhenting, at man hadde identifisert et udekket kapitalbehov for årene 2013-2014 på MUSD 425 og at selskapet planla å styrke sin finansielle stilling¹ «*Northland to Address Funding Shortfall due to Higher initial Opex and Capex*». Av meldingen fremkom at kapitalbehovet var forventet å bli dekket gjennom utstedelse av ny gjeld og egenkapital på MUSD 375 og ved å trekke på en lånefasilitet på MUSD 50. Selskapets aksjekurs falt samme dag med 65,1 prosent etter at meldingen ble offentliggjort. De to på følgende dagene faller også aksjekursen kraftig.

2. Kort om selskapet

Northland Resources S.A. er et gruveselskap registrert i Luxemburg. Selskapet produserer jernmalmkonsentrat, samt innehar flere lete- og utviklingsprosjekter i Nord-Sverige og Nord-Finland. Selskapets hovedkontor er lokalisert i Stockholm.

Kaunisvaara-prosjektet i Nord-Sverige er selskapets viktigste eiendel og består i dag primært av to gruver/forekomster; Tapuli og Sahavaara, hvorav konstruksjonsfasen er fullført og produksjon er startet i førstnevnte. Videre utvikler selskapet et prosjekt for utvinning av jernmalm i en forekomst 15 km vest for Kaunisvaara (Pellivuoma). På finsk side av grensen har Northland ytterligere et prosjekt under utvikling (Hannukainen), med potensiell produksjon av jernmalm-, gull- og kobberkonsentrat. Northland har sikret seg langsiktige avtaler med hhv. Standard Bank, Tata Steel og Stemcore for salg av sin produksjon av jernmalmkonsentrat fra Kaunisvaara-prosjektet. Første utskipping av jernmalmkonsentrat fra Narvik til kunde fant sted 25. februar 2013. Northland ble notert på Oslo Børs i 2006 og var primærnotert på Toronto Stock Exchange («TSX») frem til selskapet ble strøket fra notering 15. mars 2013. Etter strykning på TSX har selskapet fått status som primærnotert på Oslo Børs. Karl-Axel Waplan har vært administrerende direktør (CEO) frem til han fratrådte 10. juni 2013. Samme dag oppnevnte styret i Northland Peter Pernlöf som fungerende administrerende direktør. Anders Hvide har vært arbeidende styreformann frem til han fratrådte 3. mai 2013. Samme dag ble styremedlem Matti Kinnunen oppnevnt som fungerende styreformann, og han ble valgt som permanent styreformann i etterkant av generalforsamling avholdt 15. mai 2013.

3. Identifisering av udekket kapitalbehov og planlagt kapitalinnhenting

3.1 Bakgrunn

10. desember 2012 ble Markedsovervåking ved Oslo Børs informert av Pareto Securities AS («Pareto») per telefon at foretaket var engasjert av Northland ifm. at selskapet hadde

¹ Børs melding av 24.01.2013 - Northland to Address Funding Shortfall due to Higher initial Opex and Capex

identifisert et nytt kapitalbehov. Følgende ble loggført i børsens lukkede saksbehandlingssystem:

«Selskapet har oppdaget et nytt kapitalbehov både for sviktende inntekter og økte kostnader. Selskapet er i en tidlig fase for å kartlegge behovet og vil nok ha behov for å bruke noe tid ut i januar. Pareto er hyret som rådgiver og enkelte strategiske investorer er allerede kjent med behovet. Det er foreløpig snakk om et behov på MUSD 250.»

Det bemerkes i denne sammenheng at Pareto underrettet børsen på eget initiativ og uten at Northland hadde kjennskap til underrettelsen.

19. desember 2012 før børsåpning varsler selskapet, via engasjert advokat, Oslo Børs underhånden (jf. verdipapirforskriften § 5-1 jf. verdipapirhandeloven 5-3). Følgende er loggført fra samtalen:

«Northland har et finansieringsbehov, og man vil arbeide med å gjøre en emisjon/bond issue i slutten av januar. Styret har ikke endelig besluttet dette, heller ikke beløp eller fordeling lån <=> EK, men har nå kontaktet meglerhus for å få deres råd. Mellbye legger derfor opp til utsatt off. gjøring, selv om han er noe i tvil. Og fører innsidelister. Insideinformasjon: Ja»

11. januar 2013 ble det, etter initiativ fra Northland, avholdt et møte mellom Oslo Børs og selskapet. Styreformann i Northland, Anders Hvide, og representanter fra selskapets juridiske rådgiver Advokatkontoret Wiersholm deltok. Børsen var representert ved Markedsovervåking og avdeling for Notering. Følgende ble i etterkant logget i saksbehandlingssystemet:

«Selskapet vil neste uke gå til de største obligasjonseierne for å få en waiver. De vil deretter begynne å kontakte de største aksjonærene for en pre-sounding og med et håp om å gå ut i markedet i uke 4. MUSD 100 i egenkapital og MUSD 175 i obligasjonslån.»

21. januar oppdateres børsen, via selskapet juridiske rådgiver, vedrørende prosessen per telefon. Følgende ble logget i markedsovervåking sitt saksbehandlingssystem:

«Arctic og Pareto er begynt å kontakte obligasjons- og aksjeeiere for å lufte muligheten for kapitalinnhentingen. De vil bruke ca. 1 uke på dette og lansere transaksjonen neste mandag ettermiddag. De ser innhentingen som krevende i lys av at selskapet hentet betydelig med penger i fjor.»

På kvelden 23. januar 2013 mottar Oslo Børs en e-post fra Northlands juridiske rådgivere hvor det ble opplyst at det har funnet sted en lekkasje av insideinformasjon, og hvor det ble anmodet om suspensjon av selskapets aksjer og noterte obligasjoner². På bakgrunn av lekkasjen besluttet Oslo Børs, i samråd med Finanstilsynet, å suspendere selskapets aksjer og noterte obligasjoner³. Suspensjonen var effektiv fra 24. januar kl. 08:31. Samme dag kl. 14:30 offentliggjør Northland børsmeldingen omtalt innledningsvis under punkt 1. Fra meldingen hitsettes:

"(...) "Northland" or the "Company") announces that it had identified a funding shortfall, and intends to strengthen its financial position. The Company expects to launch an offering consisting of a combination of new debt and new equity, for total gross proceeds up to USD 375 million. In addition, the Company announces its sixth bi-monthly operational and construction update on the Kaunisvaara project.

HIGHLIGHTS

Identified Funding Shortfall

- Additional funding is required due to:
- Higher than expected operating costs in the production ramp-up phase
- Higher capital expenditures than expected
- Lower operating assumption for iron ore price, and adverse movements in exchange rates.
- Planned USD 375 million combined equity and bond offering to secure the planned long-term financing, consisting of:
 - Planned USD 250 million of new equity

² E-post av 23.01.2013 vedr lekkasje

³ Obligasjonene, ticker NORES01 og NORES02, er utstedt av selskapets datterselskap Northland Resources AB

- Planned USD 125 million bond tap
 - Term sheet signed with Stemcor UK Limited ("Stemcor") for a prepayment facility of up to USD 50 million
 - On completion of the financing the Company is expected to be fully funded through the minimum cash point and to full production in the third quarter of 2014
 - Operational expenditures life of mine supported by the revised budget
- (...)

Kl. 15:00 oppheves suspensjonen av handelen i Northlands aksjer og obligasjoner. Selskapets aksjekurs faller fra kr 6,01 til kr 2,01 (dvs. ned 65,1 prosent) som følge av nevnte børsmelding⁴. Dagen etter faller kursen ytterligere 45,2 prosent. Denne dagen gjennomførte selskapet en telefonkonferanse og offentliggjorde en børsmelding som redegjorde for hovedinnholdet i det planlagte tilbudet⁵, uten at dette påvirker aksjekursen vesentlig den siste timen av handelsdagen etter at informasjonen er offentliggjort kl. 15:38. Neste handelsdag, dvs. 28. januar, faller imidlertid aksjen ytterligere 45,2 prosent og ender på kurs kr 0,63. Selskapets noterte obligasjonslån faller ca. 9-10 % dagen etter meldingen, men faller i de påfølgende dager betydelig mer. Den 5. februar 2013, dagen etter at tilbudsperioden utløp, offentliggjorde selskapet gjennom børsmelding at man ikke var i stand til å gjennomføre tilbudet etter utløp av tilbudsperioden, og at man ville se på alternative langsiktige finansieringsløsninger for selskapet⁶.

I etterkant har Northland lagt frem et nytt forslag til reorganisering, som igjen ble endret da man ikke lyktes med å få tilstrekkelig tegning av nytt obligasjonslån. Løsningen som ble lagt frem per 20. mai 2013 innebar refinansiering av gjeld og ny obligasjonsutstedelse. Dersom denne løsningen hadde blitt gjennomført ville det medført at dagens aksjonærer i etterkant vil ha en eierandel på ca. 3,1 % i selskapet. Selskapet klarte imidlertid ikke å få fulltegnet tilbudet om tegning av ny obligasjonsgjeld, og trakk tilbudet 24. mai 2013. Samtidig lanserte man et forsøk på en brofinansiering på USD 35 millioner. Etter børsslutt samme dag meddelte Selskapet at Norsk Tillitsmann, på vegne av selskapets obligasjonseiere, hadde sperret selskapets tilgang til egne bankkonti. Som følge av dette besluttet selskapet at «*none of the companies in the Group shall order or receive any goods or services*». Før børsåpning neste handelsdag ble Northland aksjen og datterselskapets utstedte obligasjonslån suspendert. 30. mai meldte selskapet at man hadde lyktes med å få fulltegnet et obligasjonslån på USD 335 millioner som del av restrukturingsløsning. Suspensjonen ble opprettholdt frem til 4. juni 2013, etter at restruktureringen av selskapet ble godkjent av eksisterende obligasjonseiere og selskapet meddelte at operasjonell drift ble gjenopptatt. Selskapet har vært gjenstand for særlig observasjon, jf. Løpende forpliktelser punkt 14.4, siden 5. februar 2013.

3.2 Børsens undersøkelser

Basert på lekkasjen kvelden 23. januar og børsmeldingen av 24. januar, kontrollerte børsen rutinemessig omstendighetene rundt kursutviklingen. Som følge av dette rapporterte man ett forhold til Finanstilsynet vedrørende den inntrufne lekkasjen, samt handelsdata som grunnlag for tilsynets videre undersøkelser. Videre ønsket Oslo Børs å gjennomgå hvorvidt selskapet hadde overholdt sin informasjonsplikt til markedet (jf. vphl. § 5-2) og herunder å etterprøve hvorvidt det hadde forligget grunnlag for utsatt offentliggjøring (jf.

⁴ Utskrift fra SMARTS 23-24 jan 2013

⁵ Børsmelding av 25.01.2013 – Northland Launches USD 259 million Equity Offering and will Launch USD 125 million Bond Tap Issue

⁶ Børsmelding av 05.02.2013 – Northland Cancels Announced Equity Issue and Bond Tap Issue, Continues to Explore Alternative Financing

vphl. § 5-3) i perioden i forkant av børsmeldingen av 24. januar. Oslo Børs var som nevnt formelt underrettet under hånden fra morgenen 19. desember 2012.

Markedsovervåking startet ultimo januar 2013 en gjennomgang av Northlands forutgående kommunikasjon til markedet, vurdert mot børsmeldingen av 24. januar og den informasjon som var loggført i børsens saksbehandlingssystem. Man kom frem til at man hadde behov for ytterligere opplysninger om prosessen, og besluttet å rette en formell henvendelse til Northland. Den 4. februar ble det oversendt et brev til Northland, hvor man bl.a. ba om selskapets redegjørelse for prosessen som ledet frem til identifiseringen av det økte udekkede kapitalbehovet og planen for kapitalinnhenting, når selskapet anså at det oppstod innsidelinformasjon (jf. vphl § 3-2), selskapets kommunikasjon til markedet og til tegnere av obligasjonsgjeld som ble opptatt i perioden nevnte prosesser pågikk og man ba om at selskapets innsidelister ble oversendt⁷. Oslo Børs mottok svar fra Northland 13. februar⁸, der det bl.a. gis en beskrivelse av prosessen som ledet frem til børsmeldingen av 24. januar. Selskapets innsidelister ble ved en inkurie ikke lagt ved svarbrevet, men ble ettersendt dagen etter. De første oppføringene på innsidelisten er datert 29. november 2012, og listen omfatter totalt 647 personer. Fra svarbrevet hitsettes;

«Om kvelden den 18. desember 2012 konkluderte man med at kartleggingen av Selskapets kapitalbehov og de tilknyttede planene om en mulig emisjon / obligasjonsutstedelse var kommet så langt at de beste grunner tilsa at innsidesituasjon for Selskapet hadde inntrådt. Dette blant annet på bakgrunn av at man hadde kommet langt i forhandlingene om en mandatavtale med tilretteleggerne (selv om endelig mandatavtale først ble signert 10. januar 2013), og at det på dette tidspunkt fremsto som overveiende sannsynlig at det ville være behov for å gjennomføre en emisjon / obligasjonsutstedelse i løpet av første kvartal 2013. (...)».

Selskapet varslet som nevnt børsen om forholdet før børsåpning 19. desember, og hadde også besluttet utsatt offentliggjøring jf. vphl 5-3 fra samme tidspunkt.

For å vurdere prosessen mer i detalj, ba børsen om ytterligere informasjon fra selskapet 20. februar⁹. Herunder ønsket man en mer detaljert oversikt over selskapets anslag på finansieringsbehovet slik dette utviklet seg høsten 2012, selskapets kommentarer ift. at kommunikasjonen av finansieringssituasjonen kunne synes å endres ut over høsten 2012, samt at man ba om å få oversendt relevante styreprotokoller og annen dokumentasjon som var egnet til å belyse saken.

I brev av 28. februar redegjorde selskapet for de ovennevnte forhold¹⁰. Herunder mottok børsen bl.a. styreprotokoller fra styremøter 13. og 29. november¹¹, rapport gitt til styret 19. november¹², utkast til budsjett fremlagt for styremøte den 29. november¹³, mv. For å sikre at materialet Oslo Børs hadde mottatt var relevant og komplett i forhold til de undersøkelser man foretok, henvendte børsen seg også til compliance ansvarlige i Pareto Securities AS («Pareto»), Arctic Securities ASA, («Arctic»), Sparebank 1 Markets AS («SB1M») og Morgan Stanley & Co International plc. («MSIP»), som alle hadde bistått selskapet i arbeidet med å finne løsninger på selskapets kapitalbehov i perioden forut for børsmeldingen av 24. januar 2013. Disse ble blant annet forespurt om å redegjøre nærmere for hvilken informasjon foretakene, i kraft av å være rådgiver for selskapet, var kjent med i forkant av børsmeldingen av 24. januar 2013. Videre ble foretakene også bedt om å redegjøre for deres vurdering av hvor alvorlig selskapets finansielle stilling ble

⁷ Oslo Børs forespørsel til selskapet av 04.02.2013

⁸ Brev fra Northland av 13.02.2013

⁹ Oslo Børs forespørsel til selskapet av 20.02.2013

¹⁰ Brev fra Northland av 28.02.2013

¹¹ Styreprotokoller fra Northlands styremøter 13. og 29.11.2012

¹² Ledelsesrapport til Northlands styre av 19.11.2012

¹³ Utkast til budsjett fremlagt for styremøte den 29.11.2012

antatt å være i forhold til hva selskapet selv hadde kommunisert til markedet. SB1M ble også forespurt om forhold rundt deres rolle som tilrettelegger av utstedelse av obligasjonslån høsten 2012, samt at det ble sendt en henvendelse til Alfred Berg Kapitalforvaltning AS («Alfred Berg») som var taker av denne låneutstedelsen. Oslo Børs' henvendelser, til meglerhusene som er direktemedlemmer, ble gjort med henvisning til opplysningsplikten i medhold av børslovens § 26 (7). Det viste seg imidlertid at det forelå en formell hindring ift. å innhente informasjon fra MSIP (som er medlem på Oslo Børs og således underlagt opplysningsplikt), da det var en annen juridisk enhet innen Morgan Stanley (Morgan Stanley & Co Ltd – «MSCL») som hadde fungert som rådgivere for Northland. Oslo Børs rettet derfor en henvendelse til United Kingdom Financial Conduct Authority («FCA») for utlevering av den etterspurte informasjonen.

Oslo Børs mottok svar fra Pareto, Alfred Berg, SB1M og Arctic hhv. 19. mars¹⁴, 25. mars, 4. april¹⁵ og 9. april¹⁶ 2013. Per dags dato har ikke Oslo Børs mottatt svar fra FCA vedrørende henvendelsen til Morgan Stanley.

23. april 2013 underrettet Oslo Børs Northland at man vurderte selskapets informasjonshåndtering i forhold til verdipapirhandelloven §§ 5-2, 5-3 og verdipapirforskriften § 5-1, jf. Løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper punkt 3.1.1 og 3.1.2, og at Oslo Børs foreløpige vurdering var at selskapet kunne ha vært i brudd med nevnte bestemmelser.

Administrasjonens foreløpige syn på saken ble oversendt Northland 3. juni 2013 for kontradiksjon, med forhåndsvarsel om mulig sanksjon (varsel om vedtak, jf. forvaltningslovens § 16). Selskapet fikk frist til 17. juni med å komme med eventuelle kommentarer til varselet. Ettermiddagen 13. juni ba selskapet om fristutsettelse frem til utgangen av 21. juni. Denne anmodningen ble delvis imøtekommet ved at det ble innvilget fristutsettelse til 20. juni kl. 07:30. Børsen mottok selskapets tilsvarende 19. juni. Selskapets beskrivelse av faktum og rettslige anførsler fremsatt i det omtalte tilsvarende og øvrig dokumentasjon til Oslo Børs er gjengitt i pkt. 5 nedenfor.

3.3 Nærmere om hendelsesforløpet

Basert på informasjon innhentet i forbindelse med Oslo Børs' undersøkelse og gjennomgang av selskapets børsmeldinger legger børsen til grunn følgende hendelsesforløp av relevans for saken:

- 2. februar 2012 før børsåpning offentliggjør Northland en børsmelding med tittel «*Northland to Finance its Kaunisvaara Project*» hvor selskapet oppdaterer sin plan for Kaunisvaara prosjektet, og hvor det fremkom at selskapet ville hente inn totalt ca. USD 700 millioner gjennom en rettet emisjon (MUSD 225-250) og obligasjonslån (minimum MUSD 450)¹⁷. Hensikten med kapitalinnhenting var primært finansiering av Kaunisvaara prosjektet. Fra meldingen hitsettes:

«The Company intends to use the net proceeds from the Offerings towards funding the development of the Kaunisvaara project, including the logistics solution for the transportation of iron ore concentrates from the mine in Kaunisvaara to the Port of Narvik, until it generates positive free cash flow, as well as for the completion of the Hannukainen Definitive Feasibility Study ("DFS") and exploration expenditures in Sweden and Finland.
(...)

Following a review of all significant future agreements, the Company has revised the total capital expenses ("Capex") expected to be USD 807 million, compared to USD 765 million

¹⁴ Brev fra Pareto av 19.03.2013

¹⁵ Brev fra SB1M av 04.04.2013

¹⁶ Brev fra Arctic av 09.04.2013

¹⁷ Børsmelding av 02.02.2012 - Northland to Finance its Kaunisvaara Project

in the ("DFS") update completed in May 2011, (...).

The Kaunisvaara project is expected to be completed on time, (...)

"This financial solution will give Northland the required capital to complete our iron ore project in Sweden," said Karl-Axel Waplan, President and CEO of Northland Resources S.A. "The advantage of this solution is that we will better integrate the Kaunisvaara project and logistics using the management team that has been very successful developing the project on time."

(...)

Merk at henvisningen til revidert anslag for kapitalkostnader (Capex økningen fra USD 765 til USD 807 millioner) vedrører perioden 2010-2014 (frem til full produksjon), jf. ovennevnte børsmelding. I det nye anslaget er det også lagt inn «contingency» på USD 67, dvs. total Capex er 874 for perioden. «Life of Mine Capex» anslaget er hevet fra USD 892 til USD 1.085 millioner.

Selskapet opplyser også, jf. brev av 28. februar, fotnote/vedlegg 10) «*at da finansieringen i februar 2012 ble fullført, vurderte Selskapet det slik at man ville være fullfinansiert helt frem til full produksjonskapasitet som var forventet oppnådd sommeren 2014*», noe som samsvarer med informasjonen som gis i overnevnte børsmelding.

- 23. februar og 7. mars melder Northland henholdsvis om utstedelse av aksjer tilsvarende et bruttoproveny på USD 325 millioner og at obligasjonsutstedelse på ca. USD 350 millioner¹⁸. Dette etter at man hadde varslet om endring av fordelingen mellom gjeld og ny egenkapital i perioden etter 2. februar.
- 19. mars offentliggjør selskapet sin første «bi-monthly operational and construction update» for Kaunisvaara prosjektet, hvor det bl.a. fremkommer "*This is in line with our plan to keep the market updated with the latest developments and will be in additional to our quarterly reports.*"¹⁹. Av oppdateringen fremgår det at fremdriften for prosjektet er i henhold til plan og det fremkommer ingen vesentlige endringer ift. finansieringssituasjonen.
- 12. april offentliggjør Northland en børsmelding hvor det fremkommer at selskapet samme dag vil signere en endelig avtale med sine logistikkpartnere (Peab, Savage Service og Grieg Logistics)²⁰ som vil sikre selskapet leveranse av jernmalm konsentrat fra Kaunisvaara til kunde via Narvik havn. I meldingen fremkommer bl.a. følgende sitat fra Northlands administrerende direktør:

"We are moving quickly ahead on our original timetable and therefore it is very pleasing that we now are able to present a complete solution for the logistics chain covering the transportation of the final product from mine to customer starting early in 2013. We are

¹⁸ Obligasjonsutstedelsen er delt i to transjer; hhv USD 270 millioner og NOK 460 millioner.

¹⁹ Børsmelding av 19.03.2012 - Northland Operational Update – March 2012

²⁰ Børsmelding av 12.04.2012 - Northland Signs Final Agreements with its Logistical Partners

also happy to confirm that the cost of the logistics chain is in line with the predictions made in the Definitive Feasibility Study, although the final rail costs are still pending.”

- 24. april offentliggjør Northland at selskapets heleide datterselskap Northland Logistics AB har signert en avtale med Green Cargo AB som dekker drift av lokomotiver som vil transportere jernmalm konsentrat fra Pitkäjärvi til Narvik havn²¹.
- 3. mai melder Northland at selskapet har signert en «Cost Overrun Facility» på USD 40 millioner med Standard Bank²². I meldingen uttaler Northlands administrerende direktør:

(...) “This facility, in combination with the USD 350 million that will be available following the satisfactory completion of all the conditions for release of funds raised under the Bond Offering, will ensure that we have sufficient capital resources until we reach first production in the fourth quarter of 2012.” (...)

- 22. mai offentliggjør selskapet sin andre «bi-monthly operational and construction update» for Kaunisvaara prosjektet²³. Av oppdateringen fremgår det at fremdriften for prosjektet er i henhold til plan og det fremkommer ingen vesentlige endringer ift. finansieringssituasjonen.
- 2. juli foretar Northland første trekk på ca. USD 155 millioner av USD 350 millioner lånefasiliteten etter at det uavhengige konsultentselskapet Turgis Consulting Ltd (“Turgis”), iht. avtale med Norsk Tillitsmann, hadde kontrollert at selskapet bestod en «cost-to-complete» test og bekreftet at prosjektets fremdrift var iht. plan²⁴. Formålet med cost-to-complete testen er å sikre at Northland har tilstrekkelig med tilgjengelige midler til å fullføre Kaunisvaara prosjektet.
- 19. juli offentliggjør selskapet sin tredje «bi-monthly operational and construction update» for Kaunisvaara prosjektet²⁵. Av oppdateringen fremgår det at fremdriften for prosjektet er i henhold til plan og det fremkommer ingen vesentlige endringer ift. finansieringssituasjonen.
- 9. august offentliggjør Northland kvartalstall for andre kvartal 2012. Av oppdateringen fremgår det at fremdriften for prosjektet er i henhold til plan og det fremkommer ingen vesentlige endringer ift. finansieringssituasjonen. Herunder gjentas det i «Management’s Discussion and Analysis²⁶» tidligere formuleringer ift likviditetssituasjon;

“(...) With this financing at hand, in combination with the Cost Overrun Facility provided by Standard Bank, the Company believes it has sufficient funds to start production at the

²¹ Børsmelding av 24.04.2012 - Northland Signs Logistics Agreement with Green Cargo

²² Børsmelding av 03.05.2012 - Northland has signed a USD 40 Million Cost Overrun Facility

²³ Børsmelding av 22.05.2012 - Northland Operational Update – May 2012

²⁴ Børsmelding av 02.07.2012 - Northland Drawing Down on Bond Facility

²⁵ Børsmelding av 19.07.2012 - Northland Operational Update – July 2012

²⁶ Børsmelding av 09.08.2012 - Management’s Discussion and Analysis

Kaunisvaara project and thereby generate income as of first quarter 2013.”

- 17. september offentliggjør Northland at Royal HaskoningDHV («Royal Haskoning», tidligere Turgis Consulting Ltd) og Norsk Tillitsmann har bekreftet at selskapet har bestått den andre «cost-to-complete» testen og nå kan trekke ytterligere ca. USD 90 millioner på USD 350 lånefasiliteten²⁷.
- 25. september avholder Northland kapitalmarkedsdag i London og offentliggjør i denne sammenheng en oppdatering på «operational and financial milestones»²⁸. Fra meldingen hitsettes:

“Key operational and financial milestones include:

- successful completion of the first blasting of 400,000 tonnes of waste rock at the Tapuli ore body
- ore processing through Kaunisvaara process plant is expected to start in November 2012
- increased estimated production volumes for 2013 and 2014
- sufficient funding secured to generate revenues in the first quarter of 2013
- positive cash flow from operations expected at the end of second quarter of 2013
- Northland’s Capex to reach full production (4.0 million dmtpa) is expected to increase to USD 956 million (previously USD 875m). The new Capex is 9% above the February 2012 prediction, given higher costs, upgrades and rail car inclusion. The Company expects that it has sufficient resources with the February 2012 financing, the Cost Overrun Facility and the expected positive cash flow to cover the new Capex estimate.”

Samme dag offentliggjør selskapet også sin fjerde «bi-monthly operational and construction update» for Kaunisvaara prosjektet²⁹. Meldingen inneholder de samme elementene som den foregående, men gir noe mer detaljer vedrørende operasjonelle forhold og oppsummerer vesentlige forhold som tidligere er børsmeldt. Selskapet har i brev til Oslo Børs (jf. fotnote/vedlegg 8) bekreftet at det per 25. september ikke var identifisert kostnadsoverskridelser ut over ovennevnte økning i Capex anslag.

- 13. november avholdes det styremøte i Nordland. Fra styreprotokollen (jf. fotnote/vedlegg 11) pkt. 6 «Cost to complete, update» hitsettes;

«The financial situation of the company was discussed and it was concluded that additional financing is needed until operational cash flow is sufficient.

Furthermore it was mentioned that there is a capex risk with Metso on the open book agreement and the JBV contract which is considerably more expensive than in the DFS.

Action: MK requested a schedule of activities to solve the short term liquidity problem.

Responsible: KAW/PZ³⁰

- 14. november offentliggjør selskapet resultater for tredje kvartal 2012. Capex risikoen og finansieringsbehovet man 13. november konkluderte forelå, jf. ovennevnte styremøtet, er ikke omtalt selskapets kvartalsrapportering. I selskapets

²⁷ Børsmelding av 17.09.2012 - Successful Second Cost-to-Complete Test

²⁸ Børsmelding av 25.09.2012 - Capital Markets Day 2012 – Northland Announces Latest Milestones

²⁹ Børsmelding av 25.09.2012 - Northland Operational Update – September 2012

³⁰ MK: Matti Kinnunen (styremedlem og leder av revisjonskomitéen, KAW: Karl-Axel Waplan (CEO), PZ: Peder Zetterberg (CFO)

«Management's Discussion and Analysis³¹» under hhv. «Financing» og «Development» fremkommer ingen vesentlige avvik ift det selskapet meldte 25. september:

"(...) Northland Resources believes that, in combination with the continuing support of Standard Bank Plc ("Standard Bank") through the Cost Overrun Facility of USD 40 million signed in May 2012, and the Letter of Intent ("LOI") signed with Stemcor Trade Finance Ltd ("Stemcor") whereby Stemcor intends to commit USD 50 million of working capital, the Company has sufficient funds to start production at the Kaunisvaara project and thereby generate revenues during the first quarter of 2013 (...)

Kaunisvaara Project
At the mine

- Work at the Kaunisvaara site is progressing according to plan. The schedule for the Kaunisvaara Project remains unchanged with the start of production at the process plant expected to begin in November 2012 and with shipments of concentrate expected to begin in first quarter of 2013.

(...)"

Selskapet gjentar ikke formuleringen fra 25. september vedrørende «*positive cash flow from operations expected at the end of second quarter of 2013*». Northland har opplyst børsen at bakgrunnen for dette var at det hadde oppstått usikkerhet rundt forventningene til fremtidige jernmalmpriiser og spesielt hvilken premieprising selskapets produkt (69 % Fe) ville kunne oppnå, og man ønsket å være mer forsiktig mht. hvilken informasjon man ga markedet. Dette på bakgrunn av at prisen på standard jernmalm (62 % Fe) hadde falt ila våren/sommeren/høsten 2012.

- 14. november avholdes et møte der Morgan Stanley og Arctic, i følge tidligere omtalt brev fra Arctic av 9. april, får presentert resultater fra Northlands budsjettprosess. Bakgrunnen for møtet er at de to nevnte meglerhus i september var blitt engasjert for «*å etablere en beredskap i tilfelle det skulle komme et bud eller oppkjøpsforsøk på selskapet*». Fra Arctics brev hitsettes:

(...)

Arctic og Morgan Stanley hadde løpende dialog med selskapet for å planlegge en mulig strategi for hvorledes man skulle håndtere et bud på selskapet. Den 14. november 2012 ble det avholdt et møte der NAUR for Morgan Stanley og Arctic presenterte de samlede resultatene av selskapets budsjettprosess hvor det ble antydnet at det kunne bli overskridelser i forhold til budsjettet. Dette var første gang Arctic ble informert om mulig økte operasjonelle kostnader. NAUR hadde tidligere under kapitalmarkedsdagen 25. september 2012 kommunisert at det forventet økt Capex. Selskapet presiserte i møtet at tallene var foreløpige, og at man arbeidet med å kvalitetssikre dem. Selskapet mente at det kunne ligge betydelige innsparingspotensialer som ikke var hensyntatt, men at det var mulig selskapet kunne ha behov for ytterligere finansiering.

³¹ Børsmelding av 14.11.2012 - Northland Resources S.A. : Management's Discussion and Analysis

(...)

- 19. nov legger ledelsen i Northland frem en rapport for selskapets styre (jf. fotnote/vedlegg 12). Fra rapporten hitsettes:

“Corporate

- Q3 account published and so far at positive response
- Development of the first operative budget
- Continuous efforts to solve long term financial needs
- (...)

Finance & Administration

(...)

Key actions for Finance

- Finalize the budget for 2013 and 2014
- Prepare board meeting on November 29
- Evaluate different financing alternatives
- Final phase of going live planning for IFS on December 3
- (...)

- I følge brev fra Sparebank1 Markets tar styreformann i Northland kontakt med SB1M 20. november og «informerte om at Selskapet fant ideen om utstedelse av USD 20 millioner i obligasjonslån interessant for å styrke selskapets likviditet i et godt obligasjonsmarked». I forkant var det SB1M som hadde «pichet» ideen om at det forelå en mulighet i låneavtalene for å utstede et nytt obligasjonslån på inntil USD 20 millioner.
- 21. november offentliggjør selskapet sin femte «bi-monthly operational and construction update» for Kaunisvaara prosjekt³². Av oppdateringen fremgår det at fremdriften for prosjektet er i henhold til plan og det fremkommer ingen vesentlige endringer ift. finansieringssituasjonen;

“The schedule for the Kaunisvaara project remains unchanged, with concentrate production from the Tapuli Mine scheduled to commence at the end of November 2012, with shipments of concentrate from the Port of Narvik starting early in first quarter 2013. (...)

Financing

Northland Resources believes that, in combination with the continuing support of Standard Bank Plc (“Standard Bank”) through the Cost Overrun Facility of USD 40 million signed in May 2012, and the Letter of Intent (“LOI”) signed with Stemcor Trade Finance Ltd (“Stemcor”) whereby Stemcor intends to commit USD 50 million of working capital, the Company has sufficient funds to start production at the Kaunisvaara project and thereby generate revenues during the first quarter of 2013.

The Company is negotiating with several parties concerning the financing of rail cars and harbor equipment, which would decrease Northland’s investments in Capex.

At the end of October, the Value of Work Done for the Kaunisvaara Project was USD 645 million.

(...)

- 29. november offentliggjør Northland at Royal HaskoningDHV («Royal Haskoning», tidligere Turgis Consulting Ltd) og Norsk Tillitsmann har bekreftet at selskapet har

³² Børsmelding av 21.11.2012 - Northland Operational Update – November 2012

bestått den tredje «cost-to-complete» testen og nå kan trekke ytterligere USD 25 millioner på USD 350 lånefasiliteten (dvs. USD 67 millioner gjenstår etter dette nedtrekket)³³. Fra meldingen hitsettes;

“I am very pleased with the continued robust development of our Kaunisvaara project”, said Karl-Axel Waplan, President & CEO of Northland Resources. “The report from the independent engineer, Royal HaskoningDHV, is again a strong validation of the project management team’s capacity to meet the tight deadlines in a professional manner. This third drawdown, in combination with other financial facilities provided by a group of international institutions, is expected to ensure that Northland has enough funding to start production and initiate the shipments to customers in the early part of the first quarter 2013”.

Samme dag avholdes det styremøte i Northland. Av styreprotokollen, jf. fotnote/vedlegg 11) fremkommer det bl.a. at operasjonelle kostnader («Opex») i «ramp-up» perioden er vesentlig høyere en opprinnelig antatt. Videre fremkommer det at den operasjonelle kontantstrømmen forventes å være positiv fra august/september 2013. På kapitalmarkedsdagen 25. september (jf. fotnote/vedlegg 28) formidlet selskapet at man forventet positiv operasjonell kontantstrøm i slutten av andre kvartal 2013. Det fremkommer også av styreprotokollen at finansieringsbehovet er «*substantial*». Følgende hitsettes fra styreprotokollens pkt. 7;

7. *Budget 2013 and 2014* PZ
Financing short and long term
 PZ presented the preliminary budget for 2013 and forecast for 2014. The operational cost during ramp-up is substantially higher than initially anticipated and the biggest increase is for logistics, mainly due to low volume during ramp-up. The operational cash flow is expected to turn positive in August/September 2013. However, due to considerable investments of 247 MUSD and relatively high Opex as well as lower Fe price, the funding need is substantial. It was discussed how to solve this short fall. A number of negotiations are ongoing with suppliers as well as banks. The Working Capital Facility with Stemcore have not yet materialized, neither has the Ship Loader lease. There are negotiations with Beacon Rail about leasing of the rail cars a term sheet has been presented
- Approval The Board approved to sign the term sheet with Beacon
- The Board will be given regular updates on the development of a solution on the funding gap.
- Approval KAW suggested, which was approved by the Board, to send a draft of the budget to the Board

En gjennomgang av utkastet til revidert budsjett som ble presentert for Northlands styre (jf. fotnote/vedlegg 12) viser betydelige avvik mellom initiell produksjonskostnad og gjenværende investeringer frem til full kapasitet. Herunder viser budsjettet bl.a. et anslag på forpliktet Capex på USD 1033 millioner³⁴ frem til full produksjon i 2014, noe som er ca. 8 % høyere enn anslaget på USD 956 millioner som ble presentert på kapitalmarkedsdagen 25. september. Videre fremkommer det

³³ Børsmelding av 29.11.2012 - Northland Announces Third Draw Down from its Bond Loan

at samlet Capex anslag øker ytterligere til USD 1140 når «remaining unawarded works» på MUSD 107 inkluderes³⁵, altså en økning på ca. 19,2 % ift tidligere anslag på 956. Av budsjettet fremkommer det også økte driftskostnader i prognosen for 2012 ift opprinnelig budsjett³⁶.

I styremøtet 29. november ble det pekt på flere forhold som ville kunne medføre et større fremtidig kapitalbehov for selskapet frem til ultimo 2014 (jf. brev av 13. februar pkt. 1 / vedlegg 8):

- Malmprisestimat justert fra 151 til 130 MUSD/t; MUSD 76 i redusert EBITDA
- Vedvarende sterk svensk krone; MUSD 64 i redusert EBITDA
- Logistikk løsninger ville kunne medføre MUSD 49 i høyere kostnader
- Capex for Kaunisvaara prosjektet ble estimert MUSD 222 høyere en meddelt markedet i februar 2012

Selskapet har i etterfølgende brev av 28. februar opplyst at budsjettet ble påbegynt i august 2012, at dette var en «bottom-up» prosess basert på inngåtte kontrakter (i motsetningen til tidligere lønnsomhetsstudie «DFS» som var basert på bud og estimater sammenstilt av eksterne konsulenter og prosjektledelsen) og at man på dette tidspunktet ikke hadde avklart logistikkostnader ifm. preliminære losse- og lasteanordninger. Selskapet anfører herunder at de forutsetninger som et eventuelt fremtidig kapitalbehov var basert på måtte kvalitetssikres nærmere før man kunne konkludere. Selskapet påpeker også at man per 29. november, selv med reviderte forutsetningene, vurderte at man ikke ville ha behov for ytterligere finansiering gjennom en kapitalmarkedstransaksjon før eventuelt i mai 2013.

Det fremkommer ikke av ovennevnte styreprotokoll at finansielle rådgivere deltok på styremøtet 29. november. Det fremkommer imidlertid av Arctics brev av 9. februar at Morgan Stanley og Arctic hadde utarbeidet et anslag på kapitalbehov som ble presentert for styret i northland 29. november. Fra Arctics brev hitsettes;

³⁴ Jf. vedlegg 13, plansje 7

³⁵ Jf. vedlegg 13, plansje 25

³⁶ Jf. vedlegg 13, plansje 10-12

Basert på informasjon mottatt fra selskapet utarbeidet Morgan Stanley og Arctic en finansiell modell som ble fremlagt i styremøtet 29. november 2012 som viste at det var behov for å hente inn i størrelsesorden USD 200 millioner etter at tilgjengelige finansieringskilder var utnyttet. Tilbakemeldingen fra styret var at det trolig forelå et finansieringsbehov, men at dette kunne være noe større enn estimatet fra Arctic og Morgan Stanley. Uansett ville selskapet ikke ha behov for å hente inn kapital før Q2 og Q3 2013. På dette tidspunktet var det følgelig ikke tema at selskapet stod overfor en akutt likviditetskrise.

I møtet dagen etter på Arlanda den 30. november 2012 antydte NAUR at kapitalbehovet kunne utgjøre nærmere USD 400 millioner, men etter besparelser og utnytting av tilgjengelige finansieringskilder, ville det trolig være behov for å hente inn noe over USD 200 millioner.

- I møtet på Arlanda flyplass 30. november deltar Northland, Arctic Securities og Morgan Stanley for å se nærmere på mulige finansieringsalternativer. I følge Arctic sin redegjørelse av 9. april var forståelsen av behovet «*Brutto kapitalbehov på USD 391 millioner, men netto ca. USD 270 etter utnytting av eksisterende kilder. Finansieringsbehov ila Q2 2013*». I følge Northland (se pkt. 5) ble arbeidet med å kvalitetssikre budsjettutkastet påbegynt denne dagen og i forkant av ovennevnte møte. Under møtet skal det ha vært enighet om «at det var behov for ytterligere kvalitetssikring av tallene og de forutsetninger det baserte seg på». I møtet ble budsjettforutsetninger, «hvilken innvirkning ulike scenarier mht. fremtidig utvikling ville ha for et fremtidig kapitalbehov» og mulige tiltak for å redusere et eventuelt fremtidig kapitalbehov diskutert.
- 3. desember ble det, jf. brev fra SB1M, avholdt et møte mellom Northlands styreformann Anders Hvide, Alfred Berg Kapitalforvaltning (potensiell tegner av USD 20 millioner obligasjonsutstedelsen) og SB1M. Det ble her kommunisert at selskapets finansielle stilling var «*i tråd med tidligere kommunikasjon*», jf. siste kvartalsrapport. Videre at «*prosjektet gikk som planlagt på tid og kost, noe som i seg selv ble fremstilt som unikt i mining-sammenheng*». Det skal likevel ha blitt kommunisert fra Anders Hvide at «*selskapet kunne/ville ha et kapitalbehov mot våren/sommeren 2013 til arbeidskapital, finansiering av ytterligere vekst og utbygging av Kaunisvaarprosjektet*».
- 4. desember offentliggjør Northland en børsmelding vedrørende selskapets første produksjon av jernmalmskonsentrat³⁷. Herunder fremgår det at fremdriften i Kaunisvaara prosjektet er i henhold til plan. Finansieringssituasjonen nevnes ikke.

Som det fremkommer av brev av 19. mars fra Pareto, avholder Anders Hvide en presentasjon for meglerbordet til Pareto denne dagen. I etterkant møter Hvide administrerende direktør og leder for Corporate Finance i Pareto. I følge Pareto skisserer Hvide her et kapitalbehov på ca. USD 150 millioner ut over hva som var kommunisert til markedet. På bakgrunn av dette starter Pareto å føre innsidelister.

³⁷ Børsmelding av 04.12.2012 - First Concentrate produced at Northlands Kaunisvaara plant

Arctic sin vurdering per den 4. desember, jf. brev til Oslo Børs, var imidlertid «USD 326 millioner, netto USD 211 millioner. Finansieringsbehov i Q1 2013». Selskapet hadde da identifisert innsparingspotensialer og gitt Arctic oppdaterte tall per telefon.

- 6. desember avholdes et møte i London mellom Northland, Pareto Securities, Arctic Securities og Morgan Stanley (jf. børsens korrespondanse med Northland, Arctic og Pareto). På dette møtet skal selskapet ha redegjort for bakgrunnen for overskridelsene og Arctic/Morgan Stanley skal ha presentert forslag til løsning. Arctic sin forståelse av finansieringsbehovet var at dette var «*større enn USD 211 millioner, usikkerhet om kortsiktig finansiering*». Nevnte beløp er, slik børsen forstår det, netto etter utnyttelse av øvrige finansieringskilder. Arctic skriver også at informasjonshåndtering var på dagsordenen; «*Spørsmål om Alfred Berg hadde blitt gitt informasjon om finansieringsbehovet, noe som ble bekreftet. Spørsmål om informasjonsplikt stilt*»

I følge Paretos redegjørelse, som først var involvert i prosessen to dager tidligere, ble det presentert et scenario som viste EBITDA/Opex som var hhv. USD 161 lavere/USD 205 millioner høyere enn hva som var kommunisert til markedet i februar. Capex var økt fra USD 956 (som var kommunisert 25. september) til 1033 millioner og forventet kapitalbehov ble presentert til å være i størrelsesorden USD 220-250 millioner. Diskusjonene ble fulgt opp dagen etter med ytterligere gjennomgang av mulige transaksjonsalternativer. Etter hvert som omfanget av overskridelsene og det udekkede kapitalbehovet ble kjent for Pareto, var deres oppfatning at «*informasjonen var høyst alvorlig, meget sensitiv og presis. Den var dermed potensielt svært kursdrivende*» (jf. fotnote/vedlegg 14, s 2).

- 9. desember ble det, i følge Arctic, avholdt en telefonkonferanse hvor finansieringsbehovet ble anslått til ca. USD 250 millioner (Børsens antar at dette var et nettobeløp).
- 10. desember orienteres Oslo Børs av Pareto vedrørende et mulig kapitalbehov i Northland, jf. pkt. 3.1 over. I svarbrevet fra Pareto til Oslo Børs fremkommer det at meglerforetaket, per brev som en oppfølging av muntlig anbefaling 9. desember, anbefalte Northland å umiddelbart informere Oslo Børs, Toronto Stock Exchange og Norsk Tillitsmann. Oslo Børs mottok ikke underhåndenvarsel fra Northland før 19. desember, og det bemerkes i denne sammenheng at Pareto underrettet børsen 10. desember uten at Northland hadde kjennskap til underrettelsen.
- Northland har i brev til Oslo Børs opplyst at det 10. desember ble det kjent for selskapet at «*working capital facility*» på MUSD 50 ikke ville komme til utbetaling allerede i januar 2013 som tidligere forventet.
- 10. desember mottar Alfred Berg Kapitalforvaltning, jf. SB1Ms redegjørelse, tegningsdokumentasjon som består av Corporate Presentation per 12. november, Q3-12 finansiell rapport, term sheet og tegningsformular. Dokumentasjonen inneholder ikke informasjon om de funn som ble presentert for Northlands styre 29. november

ifm. budsjettgjennomgang. Herunder fremgår det bl.a. et anslag på Capex på USD 956 for Kaunisvaara prosjektet, altså samme størrelse som første gang ble kommunisert under kapitalmarkedsdagen 25. september.

- 11. desember avholdes et møte i Oslo mellom Northland, advokatfirmaene Selmer (juridisk rådgiver for tilretteleggerne), Bird & Bird og Wiersholm (juridisk rådgivere for selskapet), jf. vedlegg 8.

Kl 15:00 denne dagen melder selskapet at dets datterselskap Northland Resources AB har signert «term sheet» for et USD 20 millioner obligasjonslån³⁸.

Samme dag skal SB1M ha mottatt en «*Declaration of completeness and indemnity*» fra Northland. Følgende hitsettes fra SB1Ms brev til Oslo Børs;

11. desember 2012: Selskapets CFO oversender SB1M en «*Declaration of completeness and indemnity*» (vedlagt) signert av Styreformann AH, CEO (Karl-Axel Waplan) og Selskapets CFO. Hovedpunkter som er avklart i denne er at (i) Selskapet har presentert all relevant informasjon ift investeringen, (ii) all relevant informasjon har blitt presentert for tilrettelegger og denne er korrekt, (iii) alle undersøkelser som er nødvendig. har blitt gjort ifm det materiellet som har blitt presentert og (iv) Selskapet er i henhold til sine rapporteringsplikter vis-a-vis Oslo Børs og tilbakeholder ikke informasjon med referanse til utsatt offentliggjøring eller lignende.

SB1M vurdering: Basert på erklæringen, samt tidligere diskusjoner med Selskapet ble det vurdert slik at Selskapet var komfortabel med sin finansielle stilling. Gitt de muligheter som fantes, både på kapitalsiden og på kostnadssiden, var det ingen grunn til å endre oppfatning rundt Selskapets finansielle stilling i forbindelse med utstedelse av obligasjonen på USD 20m.

- 12. desember ble det, jf. Arctics redegjørelse, avholdt en telefonkonferanse. Her ble det «*Kommunisert at finansieringsbehovet kunne utgjøre USD 300+ millioner og selskapet muligens ville være tom for kontanter i løpet av dager/uker*». Videre hitsettes følgende kommentar fra Arctic relatert til telefonkonferansen;

«Selskapet ønsker organisering av syndikatet og fordeling av oppgaver. På direkte spørsmål bekreftet selskapet en kontantbeholdning på USD 10 millioner, som ville gå tom før jul, men at en kredittlinje på USD 20 millioner ville trekkes 21. desember og holde selskapet flytende til 12. januar, deretter ville leases og Stemcor (USD 10-15) ta selskapet videre.

Syndikatet diskuterte i etterkant selskapets mulighet til å trekke på kredittlinjen og realismen i annen finansiering. Syndikatet var enige om at tiden ikke strakk til for å gjøre en kapitalinnhenting som opprinnelig planlagt.»

- 13. desember skal, jf. Paretos brev til Oslo Børs, Pareto ha mottatt en presentasjon fra Northland som viste et kapitalbehov på USD 220 millioner (revidert dagen etter til USD 210 millioner pga. endret kapitaltilgang). Pareto vurderte på dette tidspunkt «*at både den absolutte størrelsen på kapitalbehovet og det relative avviket opp mot hva som tidligere var blitt kommunisert i markedet var av en slik art at markedet burde informeres*».

³⁸ Børsmelding av 11.12.2012 - Northland Completes a Successful Subscription of a USD 20 million Bond Loan

Arctic sin forståelse denne dagen, i etterkant av møte med Pareto og Morgan Stanley, var imidlertid at finansieringsbehovet var på USD 300 millioner. Fra Arctics brev hitsettes;

«Enighet om behov for å orientere styret om kapitalbehov. Enighet om behovet for å hente USDm 300 primært som egenkapital.»

- Fra midten av desember og frem mot midten av januar foregår det en rekke møter/diskusjoner vedrørende behov og plan for kapitalinnhenting.

Slik børsen forstår situasjonen består diskusjonen vedrørende kapitalbehovet ikke bare å verifisere overskridelser, men også å konkludere ift. hvilke eksisterende finansieringskilder man kan trekke på. I denne forbindelse hitsettes følgende fra Arctics brev til Oslo Børs;

(...)

For å identifisere det faktiske kapitalbehovet brukte tilretteleggerne ressurser på å kartlegge endringene i operasjonelle kostnader og capex i forhold til tidligere estimater samt å gjennomgå og etterprøve selskapets forutsetninger og finansielle modell.

Parallelt arbeidet selskapet med å verifisere hvorvidt følgende kilder kunne dekke hele eller deler av kapitalbehovet:

- Stemcor hadde gitt selskapet et indikativt term sheet for en arbeidskapitalfasilitet,
- Standard Bank hadde indikert muligheten for å tilby en "Cost Overrun Facility",
- NAUR hadde kontakt med Alfred Berg kapitalforvaltning om en mulig utvidelse av obligasjonslånet.
- Selskapet arbeidet med muligheten for å inngå finansiell leasing for skipslasteren i Narvik samt operasjonell leasing for jernbanevognene.

En utfordring ved kapitalinnhenting var at behovet for ny kapital var avhengig av hvilke av de antatte finansieringskildene som faktisk ville være tilgjengelige for selskapet. Videre var det betydelige usikkerhet knyttet til nåværende og fremtidige kapitalutgifter og operasjonelle kostnader. Samtidig ville strukturen for kapitalinnhenting kunne medføre endringer i gjeldsnivået med endrede forfallstidspunkter, og man måtte ta høyde for at den operasjonelle kontantstrømmen ikke ville være tilstrekkelig til å dekke nye rente- og avdragsbetalinger. Man var dessuten usikker på hvordan et budskap som avvek mye fra oppfatningen i kapitalmarkedet ville bli mottatt.

(...)

Fra Paretos brev til Oslo Brev hitsettes:

«Fra midten av desember 2012 hadde Pareto full tilgang til selskapets finansielle modell og innblikk i likviditetssituasjonen. Vi deltok i alle diskusjoner omkring planer for kapitalinnhenting. Sammen med de andre rådgiverne Morgan Stanley og Arctic Securities hadde vi flere diskusjoner med og uten Selskapet om finansieringsplanen, både hva angår kapitalkilder/kapitalbruk samt størrelse/sannsynlighet knyttet til de enkelte postene.

Flere av de kapitalkilder som Selskapet vurderte som tilgjengelige, ville etter vår vurdering ikke bli anerkjent av investorer som kapitalkilder, da det var knyttet usikkerheter til tilgjengeligheten. Basert på våre innspill ble det i samråd med Selskapet i løpet av januar 2013 utarbeidet en omforent oppstilling av kapitalkilder og kapitalbruk. Denne oppstillingen ble lagt frem i investorpresentasjonen som ble brukt i presoundingen mot investorer. I det nye budsjettet var EBITDA endring USD -181 millioner, Opex endring USD -211 millioner, og total Capex USD 1.096m. Gjennom dialog med Selskapet, og basert på forventet respons i markedet, ble rådgiverne enige med Selskapet om det burde hentes inn USD 125m i ny fremmedkapital og USD 250m i ny egenkapital. Disse beløpene ville sikre Selskapet tilstrekkelige buffere, og Selskapet ville dermed ikke ha behov for ytterligere finansiering.»

- Videre fremgår det (jf. selskapets brev av 13. februar og Paretos brev til Oslo Børs) at det ble avholdt et møte 17. desember vedrørende tilretteleggerens Due Diligence krav, totalt finansieringsbehov, kortsiktig likviditet, prosjektgjennomgang og mandat. I følge Pareto skal også informasjonskrav overfor Oslo Børs/TSX, samt om det var tilrådelig å gjennomføre USD 20m «bond tap» ha blitt diskutert på dette møtet. Det fremkommer at Pareto skal ha rådet selskapet til å informere Oslo Børs, TSX, Norsk Tillitsmann, samt å gi full informasjon til Sparebank1 Markets og tegneren i «bond tap».

Merk i denne sammenheng at Sparebank1 Markets var tilrettelegger i USD 20 millioner «bond tap» som er beskrevet som hendelse 11. desember over.

- Det fremgår av Arctic sitt brev, jf. ovennevnte møte som ble avholdt 17. desember, at deres forståelse i etterkant av møtet var et finansieringsbehov på «USD 300m ny finansiering kan potensielt bli USDm 400». I forhold til informasjonsplikten redegjør Arctic som følger;

«Tilretteleggerne ba Wiersholm foreta en vurdering av om vilkårene for utsatt offentliggjøring er oppfylt og om selskapet kunne trekke på USDm 20 bond tap. Tilretteleggerne anbefalte at Oslo Børs, TSX og Norsk Tillitsmann måtte informeres.

Wiersholm bekreftet at investor i USDm 20 tap ville få full informasjon og at det også ville gis informasjon til Norsk Tillitsmann, Oslo Børs og TSX.»

- 18. desember kl. 09:00 skal Anders Hvide, styreformann i Northland, ha informert SB1M om selskapets finansielle stilling. Av SB1M brev av 4. april hitsettes;

18. desember 2012 kl 09:00: Styreformann AH fremlegger for SB1M at det er avdekket at Selskapets finansielle situasjon er mer kritisk enn det som er blitt kommunisert til AB og SB1M ifm obligasjonsutstedelsen, og informasjon som var kommunisert i markedet forøvrig. Det ble fremlagt og presentert analyse gjennomført av Selskapet. Analysen (datert 14. desember 2012) avdekket at Selskapet hadde et nært forestående og udekket kapitalbehov i størrelsesorden USD 200m.

Videre ble det informert om at Selskapet jobbet med et rådgiverteam bestående av Pareto Securities, Arctic Securities og Morgan Stanley (sammen «PAM»). Selskapet hadde, sammen med PAM, skissert en plan om å finansiere kapitalbehovet gjennom (i) utstedelse av USD 100m i ny egenkapital, og (ii) USD 100m gjennom en utvidelse av eksisterende obligasjon (NAUR01/NAUR02). Styreformann AH ga et klart inntrykk av at PAM vurderte det slik at de skisserte transaksjonene ville være håndterlige å finansiere i markedet. Dette basert på et sterkt markedssentiment, Selskapets stilling og at man etter gjennomføring av transaksjonene kunne kommunisere at Selskapet ville være fullfinansiert.

Det var enighet mellom SB1M og Styreformann AH om at denne informasjonen var vesentlig i forbindelse med AB sin tegning av obligasjonen på USD 20m, at AB skulle bli satt i innside vedrørende dette, og at AB måtte ha mulighet til å revurdere sin tegning. Det ble avtalt å sette opp et møte umiddelbart med AB, hvor Styreformannen AH skulle presentere Selskapets analyse. AB aksepterte å bli satt i innside og det ble avtalt et møte kl 13:00 med AB og Styreformann AH hos SB1M for å gjennomgå situasjonen med AB med basis i vedlagte presentasjon.

Kl 13:00 samme dag avholdes det et møte med Alfred Berg Kapitalforvaltning. Som følge av denne situasjonen ble Alfred Berg bl.a. tilbudt å tegne USD 20 millioner obligasjonslånet til 99 % av par, samt gitt rett til å tegne inntil 10 % av en eventuell ny obligasjonsemisjon. Fra SB1M redegjørelse hitsettes;

SB1M vurdering: Basert på ny informasjon synes Selskapets finansielle stilling svakere enn det var grunn til å forvente. Likevel fant SB1M ingen grunn til å betvile at de skisserte transaksjonene ville være håndterlige å finansiere i markedet.

- 18. desember, på kvelden, mener Northland det oppstår innsideinformasjon, jf. vphl § 3-2. Med referanse til i vphl. § 5-3 besluttet selskapet derfor ikke å publisere børsmeldingen på dette tidspunkt. Selskapets begrunnelse for dette fremkommer av pkt. 2 i selskapets brev til Oslo Børs av 13. februar (jf. fotnote/vedlegg 8) og er inntatt i etterfølgende punkt 4.1.

I følge Arctic, jf. brev til Oslo Børs av 9. april, konkluderte man den 18. desember på kapitalinnhentingstrukturen, dvs. USD 250 millioner i egenkapital og USD 125 millioner som gjeld.

- 19. desember før børsåpning varsler selskapet, via engasjert advokat, underhånden om et finansieringsbehov som ledet frem til børsmeldingen av 24. januar beskrevet under pkt. 3.1 over. Fra selskapets brev av 13. februar hitsettes;

«(...) Oslo Børs ble på dette grunnlag informert av advokat Andreas Mellbye (Wiersholm) ved telefonsamtale før børsåpning den 19. desember 2012. Oslo Børs ble samtidig tilbudt

et fysisk møte med styreleder Anders Hvide dersom Oslo Børs ønsket ytterligere informasjon om de pågående prosesser og Selskapets situasjon.»
Oslo børs fant ikke behov for å avholde et slikt møte, med henvisning til at selskapet selv måtte vurdere om vilkårene for utsatt offentliggjøring var oppfylt. Det avholdes dog et møte 11. januar.

- 21. desember avholdes en telefonkonferanse relatert til finansiell due diligence (jf. Arctics brev til Oslo Børs). Arctic sin forståelse av finansieringsbehovet på dette tidspunkt er «*Fortsatt behov for USDm 300 i ny finansiering. Kan bli USDm 400*»

21. desember melder også Northland at USD 20 millioner lånet, jf. term sheet som ble inngått 11. desember, er lukket. Oslo Børs har fått bekreftet at Alfred Berg Kapitalforvaltning var eneste tegner i lånet og representanter for foretaket ble oppført på Northlands innsideliste fom. 18. desember da man mottok informasjon om foreløpige beregninger av fremtidig finansieringsbehov. Av begge meldingene fremkommer at «*The proceeds from the new bond will finance Capex investments for Kaunisvaara as well as working capital*». Finansieringssituasjonen for øvrig omtales ikke i meldingene.

- 3. januar oppdateres SB1M av Northland. Fra SB1M brev hitsettes;

3. januar 2013: Styreformann AH opplyser at Selskapet planlegger å hente inn USD 125m i egenkapital og USD 100m obligasjon ultimo januar/primo februar for å være fullfinansiert frem til full produksjon (full produksjon forventet medio -14). SB1M ble forespeilet en co-manager rolle, men at Lead-Managers (PAM) jobbet med all dokumentasjon. SB1M ville først bli inkludert når dokumentasjonsarbeidet var ferdigstilt.

SB1M vurdering: Økning fra totalt USD 200m til USD 225m ble ikke å være kritisk eller endre vurderingene ift informasjonen mottatt 18. desember 2012.

- 24. desember – 6. januar 2013 gjennomføres due diligence, prosjektkoordinering og planlegging, gjennomgang av prospekt, utarbeidelse av investordokumentasjon (jf. Paretos redegjørelse i brev av 19. mars).
- 8.-9. januar avholdes arbeids-/ due diligence møter i London (jf. Arctics brev) hvor Northland og selskapets finansielle rådgivere og juridiske rådgivere deltar. Fra Arctics redegjørelse hitsettes;

«Grundig gjennomgang av materiale bringer selskapet opp til samme forståelse som tilretteleggerne; USDm 200 ny ek og USDm 100 obligasjon i ny finansiering, pluss behov for rask avklaring av dokumentasjon av øvrige finansieringskilder.»

I følge Arctic ble det også avholdt separate samtaler med alle advokater rundt informasjonsplikt og utsatt offentliggjøring, som munnet i at «*selskapets juridiske rådgivere erklærte at utsatt offentliggjøring er akseptabelt*».

9. januar konkluderer man med at man ikke skal gå for en kapitalinnhentingsprosess ledet av Morgan Stanley. Dette særlig fordi Northland var opptatt av å strukturere prosessen slik at man kunne gå i markedet raskt, noe som viste seg uforenelig med

krav stilt av Morgan Stanley.

- 10. januar signeres mandatavtale med Pareto og Arctic, og planleggingsarbeidet videreføres uten Morgan Stanley som medtilrettelegger.

Det avholdes arbeidsmøter i Oslo mellom Northland, tilretteleggere og juridiske rådgivere. Fra Arctics redegjørelse hitsettes;

«Gjennomgang av dokumentliste og oppdatert prosess. Foreslår kortere offentlig prosess og offentliggjøring 28. januar. Selskapet bedt om å oversende dokumentasjon av juridiske råd om informasjonsplikt til tilretteleggerne og A&O. Tilretteleggerne ba om styrevedtak av utsatt offentliggjøring for å sikre at dette er vurdert av og besluttet i hele styret. Mandatavtale signert i møtet.»

- 11. januar 2013 avholdes det et møte mellom Oslo Børs og Northland, jf. pkt. 3.1 over.
- 15. januar indikerer styreformann Anders Hvide overfor SB1M at «*beløpet på de planlagte kapitalmarkedstransaksjonene forventes å øke til totalt USD 300m, fordelt på hhv USD 125m i bonds og USD 175 i egenkapital*», jf. SB1M brev til Oslo Børs.
- 16. januar oversender Northland et utkast til mandatavtale for SB1M som co-lead manager basert på mandatavtale mellom selskapet og Pareto og Arctic datert 9. januar. Fra mandatavtalen hitsettes;

“The Client has identified a funding shortfall of approximately USD 400 million to complete the planned ramp-up of its iron ore mine and processing facility at Kaunisvaara, due to adverse foreign exchange rates, lower prices of the Company’s products, capex overruns and higher operating costs in the ramp-up phase than previously anticipated. The Client expects to be able to draw on other sources of financing, leaving a funding requirement of approximately USD 250-300 million to be covered, through either new equity, debt, hybrid securities or a combination thereof. Depending on the structure of the new financing, an acceptance or waiver from the Client’s existing lenders may be required. Due to the limited cash balance of the Client, the financing will need to be concluded in a timely manner.”

- 14.- 20. januar ferdigstilles due diligence og investordokumentasjon, samt at Paretos første kunder gjøres til insidere (jf. Paretos redegjørelse i brev av 19. mars).
- 18. januar ble det, i følge Arctic, avholdt en telefonkonferanse hvor Northland, Arctic, Pareto og Ocean Equities skal ha deltatt. Her skal det ha blitt konkludert med et finansieringsbehov på USD 375 millioner, oppnådd enighet om hvilke finansieringskilder som var tilgjengelige og enighet om «*kick-off for wallcrossingperioden på søndag 20. januar 2013*».

Samme dag oversendes en investorpresentasjon til SB1M (den første de mottar, jf. SB1M redegjørelse) som er utarbeidet av selskapet, Pareto og Arctic. Kapitalbehovet er, som nevnt overfor, USD 375 millioner fordelt på USD 250 millioner i egenkapital og obligasjon på USD 125 millioner. Altså det samme man endte på i børsmelding av 24. januar da kapitalbehovet første gang ble offentliggjort. Fra SB1M redegjørelse hitsettes;

SB1M vurdering: På bakgrunn av informasjonen som ble mottatt 15 -18. januar, samt overnevnte utkast til investor presentasjon, ble det tydelig for SB1M at Selskapets finansielle stilling var vesentlig mer alvorlig enn hva Selskapet hadde kommunisert/presentert til SB1M og AB den 18. desember og hva markedet hadde grunn til å forvente.

- 21. januar oppdateres børsen, via selskapets juridiske rådgiver vedrørende prosessen. Bakgrunnen er at Pareto og Arctic har begynt å kontakte utvalgte egenkapital- og fremmedkapitalinvestorer («Pre marketing roadshow») og herunder gjort disse til innsidere (jf. pkt. 3.1 over og brev fra Pareto).
- 23. januar, på kvelden, avdekker Northland en lekkasje og anmoder Oslo Børs om suspensjon, jf. pkt. 3.1 over.
- 24. januar suspenderes Northlands aksjer og noterte obligasjoner frem til selskapet offentliggjør børs melding kl. 14:30 «*Northland to Address Funding Shortfall due to Higher initial Opex and Capex*», jf. pkt. 3.1 over og vedlegg 1.

3.4 Kort om utvikling i etterkant av offentliggjøring av kapitalbehovet

- 25. januar offentliggjør selskapet ytterligere detaljer vedrørende den planlagte transaksjonen, jf. pkt. 3.1 og fotnote/vedlegg 5).
- 29. januar forlenges tegningsperioden egenkapitalemisjonen til ut 4. februar.
- 5. februar melder selskapet at man ikke har lykket med egenkapital- og fremmedkapitaltransaksjonen innen utløp av tegningsperioden, men at man fortsetter med samtaler med et antall investorer, obligasjonseiere og kreditorer for å komme frem til en langsiktig finansieringsløsning. Samme dag setter Oslo Børs Northland på særlig observasjon.
- 8. februar melder selskapet at dets heleide svenske datterselskap, Northland Resources AB, har «*filed for reconstruction with the Luleå District Court. The decision is based on a shortage of liquidity and deemed to be a necessary step to give the Company the time needed to finalize negotiations for a long-term financial solution.*»
12. februar søker ytterligere to av selskapets datterselskaper, Northland Sweden AB and Northland Logistics AB, om konkursbeskyttelse.
- 18. februar melder Northland at selskapet har mottatt en meddelelse fra Toronto Stock Exchange ("TSX") om at TSX har besluttet å stryke selskapet fra notering med virkning fra 18. mars 2013. Fra meldingen hitsettes:

"The Continued Listings Committee of TSX has determined that the Company has failed to meet the continued listing requirements of the TSX, following the Company's decision to enter into corporate reconstruction for its three Swedish subsidiaries."

- 25. februar melder Northland at første skip med jernmalmkonsentrat har forlatt Narvik med planlagt leveranse til kunde, Tata Steel, 1. mars.
- 29. april offentliggjør Northland en børsmelding hvor utkast til restrukturering fremlegges³⁹. Herunder restrukturering av eksisterende obligasjonslån, utstedelse av et nytt obligasjonslån på USD 362 millioner, tilbakebetaling av utestående betalingsforpliktelser, mv. Etter restruktureringen anslås eksisterende aksjonærs eierandel redusert til ca. 5,14 %. I tillegg foreslås en «reparasjonsemissjon» på opptil USD 25 millioner.
- 3. mai offentliggjør selskapet at styreformann Anders Hvide fratrer med umiddelbar virkning. Samme dag avholdes obligasjonseiermøte som godkjenner overnevnte restruktureringsplan.
- Senere har Northland lagt frem et nytt forslag til reorganisering, som igjen ble endret da man ikke lyktes med å få tilstrekkelig tegning av nytt obligasjonslån. Løsningen som ble lagt frem per 20. mai 2013 innebar refinansiering av gjeld og ny obligasjonsutstedelse. Dersom denne løsningen hadde blitt gjennomført ville det medført at dagens aksjonærer i etterkant vil ha en eierandel på ca. 3,1 % i selskapet. Selskapet klarte imidlertid ikke å få fulltegnet tilbudet om tegning av ny obligasjonsgjeld, og trakk tilbake tilbudet 24. mai 2013. Samtidig lanserte man et forsøk på en brofinansiering på USD 35 millioner. Etter børs slutt samme dag meddelte Selskapet at Norsk Tillitsmann, på vegne av selskapets obligasjonseiere, hadde sperret selskapets tilgang til egne bankkonti. Som følge av dette besluttet selskapet at «*none of the companies in the Group shall order or receive any goods or services*». Før børsåpning neste handelsdag ble Northland aksjen, og datterselskapets to noterte obligasjonslån, suspendert. 30. mai meldte selskapet at man hadde lyktes med å få fulltegnet et obligasjonslån på USD 335 millioner som del av restruktureringsløsning. Suspensjonen ble opprettholdt frem til 4. juni 2013, etter at restruktureringen av selskapet ble godkjent av eksisterende obligasjonseiere og selskapet meddelte at operasjonell drift ble gjenopptatt.

4. Rettslig grunnlag

4.1 Informasjonsplikt i markedet

Etter vphl. § 5-2 (1), jf. løpende forpliktelser pkt. 3.1.1, skal børsnoterte selskaper uoppfordret og umiddelbart offentliggjøre innsideinformasjon som direkte angår utsteder.

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

“Med innsideinformasjon menes presise opplysninger om de finansielle instrumentene, utstederen av disse eller andre forhold som er egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene eller tilknyttede finansielle instrumenter merkbar, og som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet.”⁴⁰

³⁹ Børsmelding av 29.04.2013 - Northland Has Reached Agreement with Key Stakeholders, Expects to Launch Bond Offering as Part of the Reorganisation

⁴⁰ Vår understrekning

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

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

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

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

Etter det første hovedvilkåret må opplysningene i det minste indikere at en omstendighet har inntruffet, eller med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe. Verken ordlyden, forarbeider eller praksis begrenser hva som saklig kan utgjøre en opplysning, gitt at de øvrige vilkårene er innfridd. Videre må opplysningene, i følge 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 spesifikke⁴¹.

Det andre hovedvilkåret i definisjonen av innsideinformasjon er at opplysningene skal være *egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene merkbart*. Det er i loven angitt at vurderingen av slik kursrelevans må skje ut fra en fornuftig investors antatte vurdering av informasjonen - *“fornuftig investor test”*, jf. § 3-2 (3). Etter forarbeidene er det avgjørende kriteriet i denne testen hvorvidt *“den alminnelige fornuftige investor ville tillagt opplysningene vekt dersom den inngikk i vedkommendes beslutningsgrunnlag”*, jf. Ot. prp. nr. 12 (2004-2005) pkt. 4.5. Det er ikke den faktiske påvirkningen av kursen til de finansielle instrumentene som skal vurderes. Vurderingen skal foretas ut fra en fornuftig investors antatte vurdering på handlingstidspunktet - *“ex ante”*. Det må dermed

⁴¹ Høringsnotat av 1. mars 2004 side 15 “Begrenset revisjon av verdipapirhandelloven mv. – implementering av EUs markedsmisbrukdirektiv.

foretas en vurdering av om opplysningen var av en slik art og virkelighet at det er sannsynlig at en fornuftig investor ville ha handlet annerledes om opplysningen var tilgjengelig som skal bedømmes, f.eks. ved å avstå fra å handle eller handle til annen kurs.

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

Det må vurderes konkret om en opplysning er å anse som innsideinformasjon. Vurderingen er relativ og vil kunne falle ulikt ut for forskjellige selskap og markeder.

Tilsyn og sanksjonering av reglene knyttet til offentliggjøring av innsideinformasjon i vphl. §§ 5-2 og 5-3 er delegert til Oslo Børs, jf. vphl. § 17-4 (3) tredje punktum og vphl. § 15-2 (2), jf. verdipapirforskriften § 13-1.

4.2 Utsatt offentliggjøring

På nærmere vilkår kan offentliggjøringen av innsideinformasjon utsettes, jf. vphl. § 5-3:

“(1) Utsteder kan utsette offentliggjøring av opplysninger som nevnt i § 5-2 første ledd for ikke å skade sine legitime interesser, forutsatt at allmennheten ikke villedes av utsettelsen og opplysningene behandles konfidensielt, jf. § 3-4.

(2) Legitime interesser som nevnt i første ledd kan typisk relatere seg til:

- 1. Pågående forhandlinger og tilhørende omstendigheter hvor resultat eller normal gjennomføring må forventes å bli påvirket av offentliggjøring. I særdeleshet der utsteders finansielle situasjon er alvorlig og umiddelbart truet uten at det er besluttet å begjære gjeldsforhandling eller at utsteder er insolvent, kan offentliggjøring utsettes for en begrenset periode, dersom offentliggjøring vil skade eksisterende og potensielle aksjeeiere eller långiveres interesser ved å undergrave utfallet av spesifikke forhandlinger som skal sikre utsteders langsiktige finansielle situasjon.*
- 2. beslutninger eller kontrakter som krever godkjenning av et annet selskapsorgan for å tre i kraft som følge av utsteders organisering, forutsatt at offentliggjøring av den ikke endelige beslutningen eller kontrakten sammen med opplysning om at endelig godkjenning ennå mangler, vil kunne viliede allmennhetens korrekte vurdering av forholdet.*

Innsideinformasjon som er utsatt offentliggjort skal behandles konfidensielt, jf. vphl. §§ 5-3 (1) og 3-4. Børsen har i sine løpende forpliktelser pkt. 3.1.1 til 3.1.3 fastsatt regler som tilsvarer vphl. §§ 5-2, 5-3 og 3-4.

Det følger av løpende forpliktelser pkt. 3.1.2 (3) at utsteder selskapet ved utsatt offentliggjøring uoppfordret og umiddelbart skal varsle børsen om forholdet, herunder om bakgrunnen for utsettelsen. Tilsvarende plikt følger av verdipapirforskriften § 5-1.

En underretning til børsen gir børsens markedsovervåkningsfunksjon anledning til å intensivere markedsovervåkingen av selskapets aksjer og anvende virkemidler i

kursnoteringen som børspause og suspensjon dersom det er grunn til å tro at noen i markedet er i ferd med å bli kjent med opplysningene.

Utsatt offentliggjøring er nærmere omtalt i børs sirkulære 3/2005 pkt. 3.6.

5. Selskapets anførsler

Northland har, i tidligere omtalt brev av 13. februar 2013, anført at man på kvelden 18. desember 2012 konkluderte med at det hadde oppstått innsideinformasjon. På børsens forespørsel som lød;

«Det bes redegjort for når NAUR anså at de forholdene som medførte et høyere kapitalbehov enn tidligere kommunisert til markedet, enkeltvis eller samlet, utgjorde innsideinformasjon jf. vphl § 3-2.»

besvarer selskapet med;

«Om kvelden den 18. desember 2012 konkluderte man med at kartleggingen av Selskapets kapitalbehov og de tilknyttede planene om en mulig emisjon / obligasjonsutstedelse var kommet så langt at de beste grunner tilsa at innsidesituasjon for Selskapet hadde inntrådt. Dette blant annet på bakgrunn av at man hadde kommet langt i forhandlingene om en mandatavtale med tilretteleggerne (selv om endelig mandatavtale først ble signert 10. januar 2013), og at det på dette tidspunkt fremsto som overveiende sannsynlig at det ville være behov for å gjennomføre en emisjon / obligasjonsutstedelse i løpet av første kvartal 2013. Det pågikk imidlertid fortsatt diskusjoner mellom Selskapet og tilretteleggerne i forhold til det nærmere mandatet, både når det gjaldt fordeling mellom egenkapital / fremmedkapital samt hvilket totalbeløp som var nødvendig for å sikre selskapet tilstrekkelig langsiktig finansiering, i tillegg til at det fortsatt gjensto et betydelig arbeid med due diligence og verifisering av de forutsetninger som lå til grunn for Selskapets budsjettering.»

På forespørsel som lød;

«Det bes redegjort for når NAUR anså at prosessen som ledet frem til beslutning om å initiere kapitalinnhenting utgjorde innsideinformasjon jf. vphl § 3-2.»

Besvarer selskapet med;

«Etter Selskapets vurdering var det nær sammenheng mellom det identifiserte kapitalbehov og beslutningen om å initiere kapitalinnhenting. Som nevnt under punkt 2 ovenfor, konkluderte man på kvelden den 18. desember 2012 med at det fremsto som overveiende sannsynlig at det ville være behov for å gjennomføre en emisjon / obligasjonsutstedelse i løpet av første kvartal 2013. Dette til tross for at det fortsatt ikke var fattet noen formell beslutning i styret om dette og man hadde heller ikke signert mandatavtale med tilretteleggerne. Man vurderte imidlertid likevel situasjonen slik at diskusjonene rundt disse forhold var kommet såpass langt at det var riktig å melde utsatt offentliggjøring til Oslo Børs, hvilket ble iverksatt umiddelbart påfølgende dag.»

I forhold til vurderingen av informasjonen som ble fremlagt for styret i Northland 29. november (jf. økt anslag for fremtidig Capex og Opex / redusert EBITDA) anfører selskapet, i det alt vesentlige, at forutsetningene et slikt eventuelt kapitalbehov var basert på måtte kvalitetssikres nærmere (jf. brev av 13. og 28. februar, vedlegg 7 og 10). Dette da disse forutsetningene var avhengig av en rekke elementer som utvikling i malmpriser, valutakursutvikling, etc. Herunder var selskapets vurdering, på dette tidspunktet, at selv med de reduserte forutsetningene ville man ikke ha behov for ytterligere finansiering før eventuelt en gang i mai 2013.

Som nevnt avslutningsvis i pkt. 3.2 mottok Oslo Børs tilsvaret på forhåndsvarsel om mulig sanksjon 19. juni 2013⁴². I brevet utdyper selskapet sitt syn i anledning børsens forhåndsvarsel om mulig sanksjon.

Northland deler ikke børsens vurdering av at selskapet har overtrådt informasjonsplikten i henhold til verdipapirhandelloven § 5-2 (1). Herunder er selskapet ikke enig i børsens konklusjon om at det faktisk forelå kostnadsoverskridelser av et slikt omfang at det kunne anses å utgjøre kurssensitiv informasjon allerede den 29. november 2012. Man

⁴² Brev fra Northland av 19. juni 2013 – Tilsvaret på forhåndsvarsel om mulig sanksjon

begrunner sitt syn med den usikkerhet som forelå på dette tidspunktet, særlig med hensyn til størrelsen på et eventuelt kapitalbehov. Herunder var det flere forhold som tilsa at budsjettet som ble forelagt Northlands styre 29. november ikke var tilstrekkelig pålitelig.

Selskapet anfører at børsen i sin vurdering ikke har lagt til grunn korrekt faktum da man mener at børsen «*ser i sin vurdering ut til å legge til grunn at det var et mer endelig budsjettutkast som ble forelagt styret den 29. november 2012 og at dette tallmaterialet med tilknyttede forutsetninger ble godkjent av styre i samme styremøte.*» Det hitsettes fra selskapets brev;

«Som Selskapet også har redegjort for tidligere, og som har blitt bekreftet av de øvrige parter som har uttalt seg i sakens anledning, var det kun et foreløpig og urevidert utkast til budsjett som ble lagt frem for styret den 29. november 2012. Dette foreløpige utkastet til Selskapets første operative budsjett var basert på en rekke usikre forutsetninger, herunder den fremtidige utviklingen i valutakurser og jernmalmpriser, samt muligheten for å iverksette kostnadsreducerende tiltak som kunne bidra til å redusere et potensielt fremtidig kapitalbehov. Utviklingen i jernmalmpriser og valutakurser ville nødvendigvis kunne fortsette å endre seg fremover og dermed i vesentlig grad påvirke sannsynligheten for at et betydelig kapitalbehov som ikke kunne dekkes av eksisterende finansieringskilder ville kunne inntre. Selskapet vurderte det derfor som svært viktig å gjøre et grundig arbeid i samarbeid med Selskapets rådgivere før man kunne konkludere endelig på hva som var et sannsynlig fremtidig utfall. Selskapet arbeidet også aktivt med å se på hvilke kostnadsreducerende tiltak som kunne iverksettes for å redusere størrelsen på det fremtidige kapitalbehovet.

Den 29. november 2012 var det Selskapets vurdering at det kun var tale om et potensielt fremtidig kapitalbehov som ville kunne inntreffe gitt at visse omstendigheter inntraff. Det var imidlertid for tidlig til at man kunne konkludere med at dette var det mest sannsynlige utfall. Det er i denne sammenheng også viktig å understreke at det fortsatt var Selskapets vurdering at man ikke ville ha behov for ytterligere finansiering gjennom en mulig kapitalmarkedstransaksjon før eventuelt en gang i mai 2013, og det var derfor fortsatt i stor grad usikkert i hvilken grad de forutsetninger som lå til grunn for det foreløpige budsjettutkastet kunne komme til å endre seg vesentlig frem til dette tidspunkt.»

Selskapet anfører videre at det var behov for kvalitetssikring av det «*foreløpige og ureviderte utkast til budsjett*», og at dette arbeidet ble påbegynt umiddelbart etter styremøtet av 29. november. Videre at det forelå et «*klart behov for at Selskapet i samråd med sine rådgivere jobbet videre med kvalitetssikringen av det før man kunne komme frem til en mer endelig konklusjon*». Herunder påpeker selskapet at selv om tallmaterialet som ble fremlagt 29. november 2012 i stor grad samsvarer med hva som faktisk ble fremlagt 24. januar 2013, så endrer ikke dette «*på det faktum at et betydelig verifiseringsarbeid fortsatt gjenstod den 29. november*». Det hitsettes følgende fra selskapets brev;

«Selskapet deler derfor ikke Oslo Børs sin vurdering om at informasjonsplikten inntraff allerede fra det tidspunkt et høyst foreløpig tallmateriale ble presentert for Selskapets styre. Den usikkerhet som fortsatt heftet ved dette tallmaterialet innebar etter Selskapets vurdering at det uansett ville være uforsvarlig å offentliggjøre informasjonen på dette tidspunkt. Selskapet er følgelig sterkt uenig med børsens vurdering av at denne informasjonen kunne anses som tilstrekkelig presis allerede den 29. november 2012, gitt den betydelige usikkerhet som fortsatt heftet ved dette tallmaterialet og de tilknyttede forutsetninger tallene baserte seg på. På dette tidspunkt visste man heller ikke når produksjonen faktisk kom til å starte, dvs. når "hot commissioning" vill være gjennomført.»

Selskapet opprettholder sin konklusjon ift. at det ikke forelå innsideinformasjon før 18. desember 2012. Selv om man ikke var ferdig med å verifisere kapitalbehovet på dette tidspunktet, var man kommet så langt at man valgte å beslutte «*utsatt offentliggjøring*». Selskapet anfører videre at det på dette tidspunktet fremstod som sannsynlig at

selskapet ville måtte ha behov for å gjennomføre en emisjon/obligasjonsutstedelse, og man hadde en foreløpig formening om fordelingen mellom egenkapital og fremmedkapital for en eventuell kapitalinnhenting. I forhold til utsatt offentliggjøring hitsettes følgende fra selskapets kontradiksjon;

«Både Selskapets og aksjonærenes interesser tilsa at man benyttet adgangen til utsatt offentliggjøring, da man vurderte det slik at Selskapets og aksjonærenes interesser kunne bli sterkt skadelidende ved en for tidlig offentliggjøring. I tillegg til at det var behov for å konkludere endelig på kapitalbehovet og strukturen på kapitalinnhenting, anså man det nødvendig å sikre støtte fra større aksjonærer og nøkkelinvestorer, før man gikk offentlig ut i markedet med informasjonen. Den etterfølgende utvikling og den krevende situasjon Selskapet ble satt i etter at Selskapet ble nødt til å gå ut med børs melding den 24. januar 2013 som følge av den lekkasjesituasjon som oppstod, understøtter etter Selskapets oppfatning at tungtveiende hensyn tilsa bruk av utsatt offentliggjøring frem til man hadde sikret en forankret løsning på kapitalbehovet.»

Northland er heller ikke enig i at selskapet gjennom sin informasjonshåndtering har skapt en forventning i markedet om at selskapet var fullfinansiert. «*Både det som ble kommunisert av Selskapet selv utover høsten 2012, samt annen tilgjengelig offentlig informasjon, indikerte at det var en mulighet for at Selskapet ville komme til å trenge ytterligere kapitaltilførsel. Denne oppfatningen bekreftes for øvrig også av Sparebank 1 Markets sin redegjørelse til Oslo Børs.*» Herunder anfører selskapet at man helt konsekvent, ifm. omtale av finansieringsaktiviteter i selskapets «MD&A», i perioden 10. mai til 14. november 2012, opplyste markedet om at finansieringen var tilsiktet å dekke kostnadene frem til produksjonsstart i Q4 2012.

Selskapet henviser også til Børsklagenemdens avgjørelse i SAK 1/2013 (avgjørelse av 16. april 2013 av klage fra Intex Resources ASA over Oslo Børs ASAs vedtak 30. januar 2013). I denne sammenheng pekes det på at en mellomliggende begivenhet i seg selv ikke utløser informasjonsplikt kun fordi det er en viss sannsynlighet for at en begivenhet vil inntre, og at den aktuelle begivenheten i seg selv må være informasjonspliktig. Herunder hitsettes det følgende fra de to siste avsnitt i selskapets brev;

«Selskapet er ikke enig med børsens konklusjon om at det faktisk forelå kostnadsoverskridelser av et slikt omfang at det kunne anses å utgjøre kurssensitiv informasjon allerede den 29. november 2012. Den usikkerhet som på dette tidspunkt fortsatt forelå med hensyn til størrelsen på et eventuelt fremtidig kapitalbehov, herunder som følge av at en vesentlig del av entreprisen i Narvik og Kaunisvaara fortsatt gjensto (ca. 45 prosent av det totalt arbeidet) samt muligheten for endringer og fremtidige justeringer i de foreløpige forutsetninger som var lagt til grunn når det gjaldt fremtidig pris- og valutakursutvikling, tilsier at det utkast til operativt budsjett som forelå på dette tidspunkt ikke var tilstrekkelig pålitelig til at det kunne utløse informasjonsplikt.

Det bør i denne sammenheng også fremheves at det klare utgangspunkt er at et selskaps interne budsjetter, estimater og fremtidsprognoser om prisutvikling etc. ikke er å betrakte som informasjonspliktig informasjon. Selv i tilfeller hvor slik informasjon tidligere har blitt kommunisert til markedet kan det imidlertid ikke være påkrevd å offentliggjøre foreløpige budsjettall som enda ikke er ferdigbehandlet når det fortsatt gjenstår et betydelig verifiseringsarbeid før man kan legge til grunn at tallene er tilstrekkelig pålitelige.»

6. Børsens vurdering

For å kunne konkludere i spørsmålet om Northland har brutt sin informasjonsplikt, jf. vphl. § 5-2, må det vurderes om opplysningene om økte drifts- / investeringskostnader («kostnadsoverskridelsene») og reduserte forventninger til inntjening, samt den påfølgende prosessen for å kartlegge kapitalinnhentesbehovet, samlet eller hver for seg utgjorde innsideinformasjon som definert i vphl. § 3-2 før disse forholdene ble offentliggjort 24. januar 2013.

Videre må det vurderes om det oppstod innsideinformasjon før 19. desember 2012, da selskapet iverksatte utsatt offentliggjøring i medhold av vphl. § 5-3, samt om vilkårene for utsatt offentliggjøring eventuelt var oppfylt.

Opplysningene om kostnadsoverskridelsene, redusert forventning til inntjening og den etterfølgende prosessen som ledet frem til en plan for kapitalinnhenting var ikke offentlig tilgjengelige eller allment kjent i markedet. Kjernen i spørsmålet er da om, og i så tilfelle på hvilket tidspunkt, informasjonen utgjorde presise opplysninger som var egnet til å påvirke kursen merkbart.

Det bemerkes at en av selskapets finansielle rådgivere, som først mottok informasjon fra selskapet 4. desember, allerede 6. desember stiller spørsmål relatert til selskapets informasjonsplikt. Det fremgår av faktumbeskrivelsen i pkt. 3.3 at et flertall av selskapets rådgivere er skeptiske til selskapets informasjonshåndtering i den etterfølgende perioden, og i så fall representerte dette et korrigerende innspill. Som beskrevet i pkt. 3.3 begynte administrasjonen i Northland en budsjettprosess i august 2012. Selskapet redegjør imidlertid ikke for noen vesentlige avvik som er identifisert før det foreløpige utkastet til revidert budsjettet presenteres for selskapets styre 29. november 2012. Det fremkommer imidlertid at selskapets finansieringssituasjon er på styrets agenda allerede 13. november, men styreprotokollen gir her lite konkret informasjon ut over at det ble konkludert med at «*additional financing is needed until operational cash flow is sufficient*», og CEO/CFO skal følge opp «*the short term liquidity problem*». Videre skal Northland ha antydnet overfor Arctic den 14. november at det kunne bli overskridelser ift. budsjettet. Herunder kommer det også frem av ledelsens rapport til styret 19. november at administrasjonen jobber med å fullføre budsjettet for 2013-2014, men det dokumenteres ikke konkrete vesentlige avvik (jf. punkt 3.3 og vedlegg 11-12). Samtidig finner børsen at selskapets redegjørelse for budsjettarbeidet i denne perioden som noe vag, og det er vanskelig å ha en presis forståelse av status på administrasjonens budsjettarbeidet i denne perioden.

I dokumentasjonen fra styremøtet 29. november fremstår imidlertid avvikene som langt mer konkretiserte, og det tegnes et bilde av selskapets finansielle stilling som er betydelig mer alvorlig enn hva som er kommunisert til markedet tidligere, senest i børsmelding av samme dag hvor man meldte at selskapet hadde bestått den tredje «*cost-to-complete*» testen. Herunder viser utkastet til revidert budsjett et betydelig avvik mellom initiell produksjonskostnad og gjenværende investeringer frem til full kapasitet i 2014, samt lavere forventninger til inntekter som følge av utvikling i malmpriser og valutakurs USD/SEK. I budsjettet er Capex anslaget for Kaunisvaara prosjektet oppjustert til USD 1140 millioner (inkludert MUSD 107 i «*remaining unawarded works*») mot USD 956 millioner som selskapet senest presenterte 25. september 2012 (etter å ha kommunisert en økning på MUSD 81 ift. anslaget som ble presentert ifm. kapitalinnhenting i februar 2012). I børsmelding av 24. januar 2013 presenterer selskapet en økning i Capex på USD 222 millioner, noe som er identisk med det tallet som selskapet hevder ble estimert i styremøtet 29. november (jf. brev av 13. februar 2012 pkt. 1, side 2). Det samlede kapitalbehovet som ble kommunisert 24. januar 2013 var på USD 425 millioner, hvorav man antok at USD 50 millioner kunne dekkes av eksisterende finansieringsfasilitet (Stemcor). I budsjettet som ble presentert på styremøtet 29. november ble det estimert et samlet finansieringsbehov på USD 391

millioner brutto og USD 211 dersom «all current financing options are realized».

I perioden fra 29. november og ut året avholder Northland ingen styremøter, og følgelig er ikke ovennevnte budsjett gjenstand for fornyet formell styrebehandling i perioden. De få styremøtene Northland avholder i perioden 1. oktober til 31. desember 2012 (kun 13. og 29. november), til tross for den utfordrende situasjonen selskapet etter hvert befant seg i, begrunnes av selskapet med ordningen med en arbeidende styreleder og at prosessen som pågikk i perioden var intensiv. Videre hadde styreleder fullmakt til å opptre på vegne av det samlede styret.

Selskapet ser i ettertid «at det kunne vært naturlig å ha en ny formell styrebehandling av de foreløpige budsjettallene og den planlagte kapitalinnhenting». Børsen vil imidlertid i denne sammenheng påpeke at tallmaterialet knyttet til overskridelsene endrer seg lite i perioden fra 29. november og frem til offentliggjøring av børsmelding 24. januar. Av faktumbeskrivelsen i pkt. 3.3 synes det klart at et vesentlig element i diskusjonene som pågår i nevnte periode er hvor stort kapitalbehovet er, sett i lys av hvilke eksisterende finansieringskilder selskapet kan benytte seg av, og i mindre grad overskridelsene på Capex og Opex.

6.1 Presise opplysninger

Selskapet anfører at børsen ikke har basert seg på korrekt faktum i sin vurdering ved at man legger til grunn at det var «et mer endelig budsjettutkast som ble forelagt styret den 29. november 2012 og at dette tallmaterialet med tilknyttede forutsetninger ble godkjent av styret i samme styremøte». Det vises til, som tidligere beskrevet, at det forelå usikre forutsetninger bl.a. ift. fremtidig utvikling i jernmalmpriis og valutakurser og muligheten for å iverksette kostnadsreducerende tiltak. Herunder påpekes det at valutakurser og jernmalmpriiser ville nødvendigvis kunne endre seg fremover, og således påvirke kapitalbehovet. Børsen er av den formening at dette ikke er riktig fremgangsmåte ift. å vurdere om det er inntruffet en begivenhet og hvorvidt opplysningene er presise i lovens forstand. For det første kan opplysninger om kostnadsoverskridelsene være presise selv om etterfølgende kapitalbehov, som bl.a. var avhengig av hvilke eksisterende finansieringskilder man kunne utnytte, ikke nødvendigvis var klart for selskapet per den 29. november. For det andre vil fremtidige valutakurser og råvarepriser alltid være usikre størrelser, og dette kan således ikke være noe nytt selskapet måtte forholde seg til. Børsen er av den formening at noterte selskaper må forholde seg til og vurdere den informasjon som til enhver tid foreligger. Dette må gjelde selv om informasjonen fremkommer gjennom et «foreløpig og urevidert budsjett». Anslagene på økt Capex og Opex, samt redusert inntektsforventninger, må således vurderes uavhengig hvilke korrigerende tiltak man kan iverksette for å sikre finansiering. Selv om det skal ha heftet usikkerhet ift. beregningene av de ulike elementer av kostnadsoverskridelsene i budsjettet og den reduserte forventede inntjeningen, kan det ikke være tvil om at det var klart for selskapet at man stod overfor betydelige overskridelser både ift. egne tidligere anslag og hva man hadde kommunisert til markedet ved børsmeldinger gjennom 2012.

Størrelsen på de anslåtte overskridelsene som forelå 29. november var så betydelige at dette må anses som en inntruffet begivenhet i seg selv. Dette selv om etterfølgende verifikasjon ville kunne medføre at tallene ble noe justert. Det at det hersket usikkerhet om hvor stort kapitalbehov disse overskridelsene ville medføre, og når kapitalbehovet ville inntreffe, er ikke avgjørende i vurderingen av om overskridelsene utgjorde en inntruffet begivenhet. Graden av usikkerhet på overskridelsene, størrelsen og tidspunkt for det etterfølgende kapitalbehovet, som i all hovedsak var avhengig av hvilke eksisterende finansieringsløsninger som kunne utnyttes, vil imidlertid påvirke kurssensitiviteten av opplysningene. Dette drøftes nærmere i pkt. 6.2.

Oslo Børs mener derfor at selskapet fra senest den 29. november hadde presise opplysninger om at det forelå større overskridelser både ift. kostnader og gjenstående investeringer, samt reduserte forventninger til inntekter, på Kaunisvaara prosjektet. Dette må gjelde selv om Northland på det aktuelle tidspunktet ikke hadde full oversikt over det endelige omfanget av overskridelsene ift. tidligere anslag frem til full produksjon i 2014. Herunder at det forelå usikkerhet knyttet til tallenes endelige størrelse hver for seg og samlet, at endringer i valutakurs og malmpriserforventninger i utgangspunktet er offentlig tilgjengelig informasjon, at det var usikkerhet hvor mye av overskridelsene som kunne finansieres gjennom eksisterende finansieringsløsninger, at man fremdeles anså at selskapet hadde tilstrekkelig finansiering ut mai 2013 og at størrelse/struktur på en fremtidig kapitalmarkedstransaksjon følgelig var usikker.

Det vises i denne sammenheng til at kravet loven stiller til opplysningenes presisjon hovedsakelig er ment å avgrense mot rykter og spekulasjoner. Opplysningene kan være presise selv om de ikke er fullstendige, endelige, ubetingede eller entydige, forutsatt at de er tilstrekkelig spesifikke til å trekke en konklusjon om den *mulige* påvirkningen på kursen⁴³. Etter børsens mening forholdt Northland seg den 29. november 2012 til opplysninger av en slik karakter at det kunne trekkes en slutning om at disse ville kunne påvirke aksjekursen negativt. Det dreide seg ikke lenger om en spekulasjon om betydelige overskridelser, men ett faktum.

6.2 Kurspåvirkningspotensialet

Spørsmålet om og eventuelt når opplysningene, om kostnadsoverskridelsene, mv. som ble diskutert i Northlands styremøtet 29. november, hadde et tilstrekkelig kurspåvirkningspotensiale skal bedømmes utfra «fornuftig investor testen».

Opplysningenes art og styrke er sentrale elementer i denne vurderingen.

Kaunisvaara prosjektet er selskapets viktigste eiendel, og det legges således til grunn at vesentlige begivenheter for dette prosjektet regelmessig vil være viktig for selskapet og for prisingen av selskapets aksjer. Videre er det heller ingen tvil om at opplysninger om betydelige negative avvik på fremtidig inntjening, kostnader og investeringer frem til full produksjon ville kunne medføre et negativt kursutslag for selskapets aksje.

Størrelsen, usikkerhet og variasjon knyttet til estimatene på kostnadsoverskridelsene, og hvilket kapitalbehov som ville oppstå etter at man hadde vurdert bruk av eksisterende finansieringsløsninger, vil dog kunne ha betydning for vurderingen av på hvilket tidspunkt opplysningene hadde slikt potensiale for kurspåvirkning.

Omfanget av kostnadsoverskridelsene som ble estimert 29. november 2012, både sett opp mot selskapets tilgjengelige kapitalressurser og hva markedet kunne forvente, har direkte betydning for sannsynligheten for at kursen ville ha blitt påvirket merkbart.

Et viktig utgangspunkt for vurderingen av potensialet for kurspåvirkning er den informasjon som utstederselskapet har gitt til markedet om Kaunisvaara prosjektet. I sin kommunikasjon har selskapet periodisk, grundig og systematisk holdt markedet oppdatert om fremdriften i prosjektet. Fremdriften har i det alt vesentlige vært i henhold til selskapets kommuniserte plan.

Samtidig har Northland også kommunisert og oppdatert anslag på Capex for prosjektet, senest 25. september 2012, hvor man også kommuniserte at man hadde tilstrekkelig finansiering til å dekke det økte Capex anslaget.

Kort oppsummert kommuniser Northland slik om anslag på Capex for Kaunisvaara prosjektet i perioden 2. februar 2012 til 24. januar 2013 (jf. pkt. 3 over):

⁴³ Jf. Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) pkt. 4.5

Dato	Tittel melding	Hovedbudskap CAPEX (2010-2014) for Kaunisvaara prosjektet
02.02.2012	Northland to Finance its Kaunisvaara Project	Capex øker fra MUSD 765 til MUSD 874 (807 uten "contingency") pga. <ul style="list-style-type: none"> - logistikk-løsning tas inn - fornyet gjennomgang av fremtidige avtaler
25.09.2012	Capital Markets Day 2012 – Northland Announces Latest Milestones og Northland Resources Operational Update – September 2012	Capex increase to USD 956 million . 9% above the February 2012 prediction, given <ul style="list-style-type: none"> - higher costs - -upgrades - rail car inclusion. <p>Sufficient resources to cover the new Capex estimate.</p>
29.11.2012	MERK: INTERNT BUDSJETTUTKAST ⁴⁴	Capex anslag på MUSD 1033, MUSD 1140 når "remaining unawarded works" inntas.
24.01.2013	Northland to Address Funding Shortfall due to Higher initial Opex and Capex	Capex anslag på MUSD 1096 (Total Capex variance since DFS update 2012: MUSD 222)

Selskapet har også kommunisert sitt syn på finansieringssituasjonen løpende 2012. Kommunikasjonen om finansieringssituasjonen endrer i løpet av perioden karakter uten at Northland direkte adresserer at tidligere kommunikasjon om situasjonen ikke lenger var gjeldende.

Kort oppsummert kommuniser Northland slik om finansieringssituasjonen i perioden 2. februar 2012 til 24. januar 2013 (jf. pkt. 3 over):

Dato	Tittel melding	Hovedbudskap - finansieringssituasjonen
02.02.2012	Northland to Finance its Kaunisvaara Project	Required capital to complete iron ore project in Sweden
03.05.2012	Northland has signed a USD 40 Million Cost Overrun Facility	Sufficient capital resources until first production in the fourth quarter of 2012
02.07.2012	Northland Drawing down on Bond Facility	Bekrefter å ha bestått "cost-to-complete" test. (dvs. fremdrift og kostnad er iht. plan)
09.08.2012	Northland Resources S.A. : Management's Discussion and Analysis (ifm. Q2 2012 rapport)	Sufficient funds to start production at the Kaunisvaara project and thereby generate income as of Q1 2013.
25.09.2012	Capital Markets Day 2012 – Northland Announces Latest Milestones og Northland Resources Operational Update – September 2012	Sufficient resources and expected positive cash flow to cover the new Capex estimate. <ul style="list-style-type: none"> - increased estimated production volumes - sufficient funding to generate revenues in Q1 of 2013 - positive cash flow from operations end of Q2 2013
14.11.2012	Northland Resources S.A. : Management's Discussion and Analysis (ifm. Q3 2012 rapport)	Sufficient funds to start production and thereby generate revenues during Q1 2013
29.11.2012	Northland Announces third Draw Down from its Bond Loan	Selskapet bekrefter at man har bestått "cost-to-complete" test. Enough funding to start production and initiate shipments in Q1 2013

⁴⁴ Ikke kommunisert til markedet.

24.01.2013	Northland to Address Funding Shortfall due to Higher initial Opex and Capex	Finansieringsbehov MUSD 425 (netto MUSD 375)
------------	---	--

Det bemerkes at selskapet kommuniserte i februar 2012, ifm. kapitalinnhenting, at selskapet var fullfinansiert frem til full produksjon i 2014 (jf. fotnote/vedlegg 17). I senere børsmeldinger har Northland kommunisert at selskapet har tilstrekkelig finansiering frem til selskapet genererer inntekter i 2013 og at man forventet positiv kontantstrøm fra operasjonell drift mot slutten av første halvår 2013 (jf. oppsummering over og pkt. 3.3). Fra 14. november er forventningen til positiv operasjonell kontantstrøm ikke adressert, men uttalelsen ift. at man hadde tilstrekkelig finansiering frem til man genererte inntekter i Q1 2013 er opprettholdt frem til og med 29. november. I forbindelse med låneopptakene i desember 2012 har Northland kun referert til at midlene vil bli benyttet til å finansiere Capex for Kaunisvaara og arbeidskapital. Denne løpende detaljerte oppdateringen om anslag på Capex og finansieringssituasjon skaper en forventning i markedet om at selskapet vil fortsette å gi løpende og tydelig informasjon om disse forholdene når det foreligger noe nytt. I fravær av at et forhold adresseres vil investorene forvente at det ikke foreligger store avvik i forhold til det som tidligere er kommunisert. Slike forventninger vil være relevant for bedømmelsen av kursrelevans.

Oppdatering av Capex for Kaunisvaara den 25. september 2012 var, som nevnt over, USD 956 millioner. Dette tallet justeres ikke i selskapets kommunikasjon til markedet før i børsmelding av 24. januar 2013, hvor Capex er justert til USD 1096 millioner. På styremøtet 29. november ble det, i følge selskapets redegjørelse av 13. februar, også presentert et Capex anslag på som var USD 222 millioner høyere enn per 2. februar 2012, altså på USD 1096 millioner. Dog fremkommer det av selve presentasjonsmaterialet som ble fremlagt på styremøtet at Capex anslaget var USD 1140 millioner (USD 1033 uten «remaining unawarded work»). Det oppstod altså et betydelig avvik mellom selskapets anslag på Capex og tidligere kommunikasjon til markedet senest per 29. november.

Anslaget på det samlede kapitalbehovet, pga. overskridelsene, som ble kommunisert 24. januar 2013 var USD 425 millioner, hvorav man antok at USD 50 millioner kunne dekkes av eksisterende finansieringsfasilitet (Stemcor). I budsjettet som ble presentert på styremøtet 29. november ble det estimert et samlet finansieringsbehov på USD 391 millioner brutto og USD 211 dersom «all current financing options are realized». Sistnevnte var da også en problemstilling i perioden fra 29. november og langt ut i januar 2013, da det var stor usikkerhet knyttet til hvilke eksisterende finansieringsløsninger selskapet ville kunne benytte. Dette forklarer at variasjonen i anslaget på netto kapitalbehov varierer mer enn brutto kapitalbehovet. Selskapet anfører at man fra mai 2012 har vært helt konsekvent med å kommunisere at man forventet å ha tilstrekkelig finansiering frem til produksjonsstart i siste kvartal 2012/generering av inntekter i første kvartal 2013, og Northland er derfor av den oppfatning at det var kjent i markedet at man ville kunne komme til å trenge ytterligere finansiering en gang i 2013. Uavhengig av det endelige finansieringsbehovet som var avhengig av hvilke eksisterende finansieringskilder som kunne benyttes, og tidspunktet for når dette ville oppstå, er det imidlertid ikke sannsynlig at markedet ville kunne forstå omfanget av overskridelsene som materialiserte seg senest 29. november 2012.

Selskapet fremholder også at enkelte av elementene som bidro til overskridelsene var basert på offentlig tilgjengelig informasjon, herunder negative effekter av utvikling i malmpris og valutakurs USD/SEK. Børsen er imidlertid av den oppfatning at slike beregninger vil være kompliserte for utenforstående, og selv for en analytiker som følger

selskapet tett vil det være vanskelig å fastslå de samlede effekter presist. Uansett vil den andelen disse forholdene utgjør av helhetsbildet være underordnet i vurderingen av de samlede overskridelser.

Selskapet anfører at børsen fremsetter uriktig påstand om at «*om at Selskapet gjennom sin informasjonshåndtering har skapt en forventning i markedet om at Selskapet var fullfinansiert.*» Dette vil børsen påpeke at må bero på en misforståelse. Det er imidlertid tilfelle at selskapet ikke på noe tidspunkt, fra 2. februar 2012 frem til børsmeldingen av 24. januar 2013, direkte adresserer at den tidligere kommunikasjonen om at selskapet var fullfinansiert ikke lenger var gjeldende. Selv om man legger selskapets anførsel om at «*Både det som ble kommunisert av Selskapet selv utover høsten 2012, samt annen tilgjengelig offentlig informasjon, indikerte at det var en mulighet for at Selskapet ville komme til å trenge ytterligere kapitaltilførsel*» til grunn, er markedet henvist til å spekulere ift. om selskapet trengte ny finansiering, mens selskapet har mer presis informasjon. Det er uansett, etter børsens mening, lite trolig at markedet kunne ane omfanget av det kapitalbehovet som materialiserte seg.

Budsjetter, resultatestimater og fremtidsprognoser om markedsutvikling mm. vil i seg selv normalt ikke være omfattet av informasjonsplikten. Dette står seg annerledes når et budsjett reflekterer faktiske forhold som har inntrådt eller «viser en strategiendring, innskrenkninger, utvidelser eller omlegging av selskapets virksomhet⁴⁵». Videre vil uansett et vesentlig avvik fra estimater eller budsjett kunne utgjøre innsideinformasjon dersom selskapet tidligere har kommunisert slike størrelser, pga. de forventninger som er skapt.

Vurderingen av kurspåvirkningspotensialet skal som nevnt i pkt. 4.1 foretas ex-ante, dvs. i forkant av den aktuelle hendelse. Likevel gir kursfallet i dagene etter børsmeldingen av 24. januar 2013⁴⁶ en indikasjon på kurspåvirkningspotensialet på informasjonen som forelå 29. november 2012. Riktignok forelå det omstendigheter den 24. januar som ikke var til stede eller var mindre klare per 29. november 2012. Herunder nevnes det at per 24. januar var størrelsen på kostnadsoverskridelsen gjennomgått og kvalitetssikret av selskapet og dets rådgivere. Størrelse og struktur på kapitalmarkedstransaksjonen forelå og det fant sted en lekkasje 23. januar 2013. Disse forholdene har trolig bidratt til at det negative kursutslaget etter melding av 24. januar ble større enn hva en eventuell børsmelding per 29. november ville medført. Det betydelige kursfallet som fant sted umiddelbart etter at Northland offentliggjorde informasjon om kostnadsoverskridelsene mv. og det udekkede kapitalbehovet 24. januar 2013 illustrerer imidlertid det ekstraordinære i informasjonen.

Selv om estimatet på kostnadsoverskridelsene, mv. justeres og det samlede kapitalbehovet viser seg å være større enn hva man anslo den 29. november, var beløpene så betydelig allerede den 29. november at det må anses som overveiende sannsynlig at kursen ville bli påvirket *merkbart* dersom opplysningene var blitt gjort kjent Dette må også gjelde selv om det var usikkerhet rundt det faktiske omfanget.

Oslo Børs mener på denne bakgrunn at det senest per 29. november hadde oppstått «presise opplysninger» som var egnet til å «påvirke kursen på de finansielle instrumentene merkbart», og selskapet således besatt innsideinformasjon. Dette knyttet til de omtalte kostnadsoverskridelsene og de øvrige forhold som bidro til at det forelå et udekket kapitalbehov for selskapet som var langt større enn hva markedet kunne forvente.

⁴⁵ Jf. børs sirkulære 3/2005 pkt. 3.4.4.

⁴⁶ Kursfall i NAUR aksjen på hhv 66,7 % og 65,1 % i åpningsauksjon og sluttauksjon 24. januar, og ytterligere ned 45,2 % både 25. og 28. januar (dvs. fall på 89,5 % over tre dager).

Børsen deler ikke selskapets vurdering om at det ville være uforsvarlig å offentliggjøre informasjon om anslagene på kostnadsoverskridelsene og de reduserte forventningene til inntjening basert på at det forelå usikkerhet ved forutsetningene for tallmaterialet. Det kan således synes som om selskapet undervurderer markedets evne til å vurdere informasjon. Oslo Børs er av den formening at markedet er godt egnet til å håndtere usikkerhet, og da spesielt denne typen usikkerhet som kan analyseres, gitt at forutsetningene for denne usikkerheten identifiseres. En offentliggjøring av informasjonen som forelå 29. november, med en tilhørende identifisering av forutsetningene og usikkerhet, ville således gitt markedet en slik mulighet. Børsen legger etter dette til grunn at det senest den 29. november 2012 forelå meldepliktig innsideinformasjon, og at selskapet således har overtrådt vphl. § 5-2 (1) jf. Oslo Børs' løpende forpliktelser pkt. 3.1.1 ved ikke å offentliggjøre innsideinformasjon straks.

6.3 Forholdet til utsatt offentliggjøring

Det at selskapet i perioden etter 29. november henter inn ytterligere kapital, uten å adressere kostnadsoverskridelsene og heller ikke eksplisitt korrigerer tidligere kommunikasjon ift. fremtidig kapitalbehov, er med på å sementere markedets oppfatning om at det ikke forelå vesentlige avvik relatert til selskapets tidligere kommunikasjon. Dette forsterker, etter børsens syn, sensitiviteten på informasjonen som ble kjent for styret i Northland senest 29. november og underbygger at selskapet sannsynligvis ikke hadde grunnlag for utsatt offentliggjøring, se under. Beslutningen på kvelden 18. desember 2012 om utsatt offentliggjøring ble tatt nesten tre uker etter tidspunktet hvor det etter Oslo Børs' vurdering forelå innsideinformasjon. Oslo Børs er ikke kjent med at det ble fattet en beslutning om utsatt offentliggjøring den 29. november og ble på dette tidspunktet heller ikke underrettet om at selskapet hadde fattet slik beslutning. Sett i lys av Northland sin kommunikasjon til markedet gjennom 2012, herunder informasjon om finansieringssituasjonen og anslag på kostnader for å fullføre Kaunisvaara prosjektet, er børsen tvilende til at vilkårene for utsatt offentliggjøring ville være oppfylt selv om børsen hadde blitt underrettet den 29. november. Det ville i tilfellet vært et meget stort gap mellom de forventninger som Northland hadde bidratt til å skape og den faktiske situasjonen for selskapet i en periode på nesten to måneder.

I denne mellomliggende perioden hadde også selskapet både hentet inn ny kapital gjennom gjeldsutstedelser og annonsert at man hadde bestått tidligere omtalte «cost-to-complete» test. Herunder vises det til daværende Kredittilsynets høringsnotat ifm. implementering av markedsmissbruksdirektivet der det fremkommer at selskapet skal foreta en avveining mellom behovet for konfidensialitet og markedets behov for opplysninger⁴⁷. I det tilfelle det var grunnlag for utsatt offentliggjøring 29. november, så ville det uansett kun vært i en kort periode for å kvalitetssikre kostnadsoverskridelsene, mv.

Selskapet anfører at den situasjonen som oppstod etter at selskapet ble tvunget til å gå ut med informasjon 24. januar 2013, som følge av lekkasjen som fant sted 23. januar, understøtter «at tungtveiende hensyn tilsa bruk av utsatt offentliggjøring frem til man hadde sikret en forankret løsning på kapitalbehovet». Børsen finner denne argumentasjonen mindre relevant av flere grunner. For det første er børsen av den formening at kostnadsoverskridelsene, mv. utgjorde innsideinformasjon uavhengig av kapitalmarkedstransaksjonen man på et senere tidspunkt besluttet å gjennomføre, samt at man først iverksatte utsatt offentliggjøring på kvelden 18. desember. For det andre påpekes det at selskapets «legitime interesser» for utsatt offentliggjøring kun er ett av tre kumulative vilkår som må oppfylles. Endelig er det også rimelig klart at situasjonen ville vært meget annerledes dersom Northland hadde underrettet markedet om

⁴⁷ Kredittilsynets høringsnotat av 2004, pkt. 3.3.3

kostnadsoverskridelsene og de nedjusterte anslag på fremtidige inntekter umiddelbart. I et slikt tilfelle er det ikke gitt at markedet ville reagert like dramatisk på en lekkasje knyttet til en etterfølgende kapitalinnhentingsprosess.

I vurderingen av om det foreligger brudd på informasjonsplikten etter vphl. § 5-2 er det etter børsens oppfatning uansett ikke nødvendig å ta stilling til om vilkårene for utsatt offentliggjøring kunne vært oppfylt. På det tidspunktet det etter børsens vurdering forelå innsideinformasjon, jf. vphl. § 3-2, hadde selskapet ikke fattet beslutning om utsatt offentliggjøring og heller ikke underrettet børsen om forholdet. Dette står seg imidlertid noe annerledes for prosessen som ledet frem til planen for selve kapitalinnhenting, og dette omtales særskilt i pkt. 6.4.

Det at en av selskapets finansielle rådgivere orienterte børsen om forholdet den 10. desember 2012, er ikke å anse som iverksettelse av utsatt offentliggjøring. Vurderingen for utsatt offentliggjøring påhviler selskapet alene.

6.4 Hendelser etter 29. november

Som det er redegjort for i pkt. 3.1 finner det sted en rekke begivenheter etter den 29. november hvor informasjonen knyttet til kostnadsoverskridelsene, kapitalbehovet og strukturen på en eventuell kapitalmarkedstransaksjon revurderes, endres og gradvis trer klarere frem. Disse hendelsene vil kunne utgjøre innsideinformasjon som selvstendige steg i en trinnvis prosess frem mot en endelig konklusjon om overskridelsenes størrelse og plan for kapitalinnhenting. Som et eksempel på dette kan man nevne at Northland per 12. desember, altså nesten en uke før selskapet mener det oppstod innsideinformasjon, kun skal ha hatt en kontantbeholdning på USD 10 millioner. På dette tidspunktet vurderte man at selskapet kunne gå tom for kontanter ila. dager eller uker (jf. 3.1, s. 15). Obligasjonsutstedelsen mot Alfred Berg fremstår for børsen, på bakgrunn av dette, nærmest som en kriseutstedelse.

Som nevnt er børsen av den formening at kostnadsoverskridelsene, mv. utgjorde innsideinformasjon på selvstendig grunnlag den 29. november. Etterfølgende hendelser relatert til disse, f.eks. reviderte anslag på kapitalbehov, i perioden 29. november til 24. januar 2013 kan følgelig også ha utgjort innsideinformasjon på selvstendig grunnlag. Hadde Northland offentliggjort informasjon om overskridelsene i etterkant av styremøtet 29. november, kan det også i perioden frem til 24. januar 2013 ha oppstått informasjonsplikt for slike etterfølgende steg i prosessen. Forholdet illustrer at avviket mellom informasjonen selskapet satt på 29. november og markedets kunnskap økte i perioden frem mot børsmeldingen av 24. januar.

Proessen frem mot en plan for kapitalinnhenting kan imidlertid stå seg noe annerledes. Som det har fremkommet forelå det etter 29. november usikkerhet ift. overskridelsenes omfang, hvilke eksisterende finansieringskilder selskapet eventuelt kunne trekke på og følgelig også størrelsen på den kapital selskapet ville måtte hente i markedet. Det var også vedvarende diskusjoner rundt strukturen på en mulig transaksjon, herunder fordelingen mellom gjeld og egenkapital. Basert på dette har Oslo Børs, under tvil, ikke overprøvd selskapets vurdering ift. at informasjon om selve kapitalinnhentingstransaksjonen isolert sett ikke utgjorde innsideinformasjon før på kvelden den 18. desember 2012. Selskapet iverksatte utsatt offentliggjøring fra dette tidspunktet, og varslet børsen underhånden neste dag før børsåpning. Oslo Børs har, basert på den informasjon man har hatt tilgang til, heller ikke overprøvd selskapets vurdering av om vilkårene for utsatt offentliggjøring for selve kapitalinnhentingprosessen var til stede fra 18. desember 2012.

7. Sanksjon

Børsen kan ilegge overtredelsesgebyr for brudd på selskapets løpende informasjonsplikt etter vphl. §§ 5-2 og 5-3, jf. vphl. § 17-4 (3) tredje punktum og § 15-1 (2), jf. verdipapirforskriften § 13-1. Overtredelsesgebyret tilfaller statskassen, jf. vphl. § 17-4 (4) annet punktum.

Børsen har i valg og utmåling av sanksjon sett hen til avgjørelser i lignende saker vedrørende brudd på informasjonsplikten.

Wega Mining ASA ble ved børsstyrevedtak 17. juni 2009 ilagt overtredelsesgebyr tilsvarende åtte ganger årlig kursnoteringsavgift for brudd på løpende informasjonsplikt i forbindelse med opplysninger om kapitalbehov som følge av forsinkelser og kostnadsoverskridelser ved Inata-prosjektet i Burkina Faso. Denne saken har flere likhetstrekk med nærværende sak, bl.a. i form av selskapet også her hadde «guidet» markedet i forkant og overtredelsen av plikten til å offentliggjøre innsideinformasjon foregikk over en lang periode (drøye fire måneder).

Sevan Marine ASA ble ilagt overtredelsesgebyr gjennom børsstyrevedtak av 14. desember 2011 for overtredelse av løpende informasjonsplikt og forsinket offentliggjøring av informasjonsdokument. Førstnevnte overtredelse vedrørte at selskapet ikke offentliggjorde informasjon om forventede kostnadsoverskridelser i forbindelse med oppgradering av en av selskapets produksjonsrigger (Sevan Voyageur) rettidig og denne delen ble sanksjonert med seks ganger årlig kursnoteringsavgift. Denne saken har også likhetstrekk med nærværende sak. Perioden Sevan var i brudd med bestemmelsen strakk seg over en periode på ca. 2 ½ uke, noe som er vesentlig kortere enn denne aktuelle saken. Dog forelå det en skjerpene omstendighet i Sevan saken da dette dreide seg om et gjentatt brudd på informasjonsplikten innenfor ett og samme år.

Bionor Pharma ble i 2011 sanksjonert for overtredelse av informasjonsplikten, gjennom børsstyrevedtak av 24. august 2011, som resultat av en trinnvis prosess. Selskapet ble ilagt et overtredelsesgebyr på to ganger årlig kursnoteringsavgift. I vurderingen av utmåling ble det særlig sett hen til at saken dreide seg om særdeles kurssensitive opplysninger. I formildende retning ble det vektlagt at sakens faktum fremstod som svært komplisert og at det tidspunktet børsen senest la til grunn for informasjonsplikt innebar at selskapet hadde vært i brudd i en relativ kort periode.

Børsen bemerker at det ved vurderingen av utmåling, i denne saken, særlig er sett hen til den lange perioden markedet har vært uten informasjon og sensitiviteten på opplysningene som bidro til en kraftig kursutvikling ved melding. Den lange perioden, og det store antallet personer utenfor selskapet som fikk kjennskap til informasjonen, er da også sannsynlige faktorer som kan ha bidratt til at det fant sted en lekkasje av informasjon den 23. januar.

Børsen bemerker videre at selskapet, selv om man over tid var kjent med de finansielle utfordringene man stod overfor, rapporterer regelmessig om fremdrift og den finansielle situasjon uten eksplisitt å påpeke avvikene ift. tidligere kommunikasjon til markedet. Det hentes også inn fremmedkapital i den nevnte perioden. Etter børsens mening er

kommunikasjonen selektiv på en slik måte at den er egnet til å sementere markedets oppfatning basert på tidligere meldinger. En oppfatning som, etter børsens mening, åpenbart var feil.

Ovennevnte punkter fremstår som skjerpene omstendigheter i denne saken.

Selskapet har i perioden vært i en utfordrende finansiell situasjon preget av stor usikkerhet og tidspress. Børsen vil vise til at det nettopp i slike situasjoner er særlig viktig at børsnoterte selskap utøver en korrekt informasjonshåndtering. Det er avgjørende for markedets integritet at forpliktelser knyttet til rettidig offentliggjøring av insideinformasjon etterleves hos utstederne.

Etter en totalvurdering kommer Oslo Børs til at overtredelsesgebyret passende settes til syv ganger årlig kursnoteringsavgift lik 1.262.425,- kroner.

På bakgrunn av ovenstående traff børsen følgende vedtak:

For brudd på plikten til å melde insideinformasjon til markedet etter verdipapirhandelloven § 5-2 (1), ilegges Northland Resources S.A. et overtredelsesgebyr på syv ganger årlig kursnoteringsavgift, dvs. 1.262.425,- kroner, jf. verdipapirhandelloven § 17-4 tredje ledd og § 15-1, jf. verdipapirforskriften § 13-1.