

# Merkur Market klagenemnd – Sak 1/2019

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

## 1. Klagesaken og klagenemndens kompetanse og sammensetning

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

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

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

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

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

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

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

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

## 2. Om selskapet

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

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

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

### **3. Bakgrunn**

#### **3.1. Sakens bakgrunn**

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

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

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

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

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

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

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

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

#### **3.2. Børsens undersøkelser**

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

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

#### **4. Rettslig grunnlag**

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

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

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

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

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

#### **5. Børsens vedtak**

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

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

1. I styremøte 20. desember 2018 vurderte styret at selskapet var i en alvorlig økonomisk situasjon, da det var en reell fare for ikke å få tilført tilstrekkelig kapital fra ABO til å dekke selskapets finansielle forpliktelser. Styret besluttet å initiere en hasteprosess for å undersøke alternative finansieringsmuligheter. Oslo Børs har konkludert med at selskapet senest på dette tidspunktet hadde presise opplysninger som var egnet til å påvirke kursen merkbart og som ikke var offentlig tilgjengelig eller allment kjent og at denne informasjonen skulle enten vært utlignet i markedet, subsidiært skulle selskapet ha besluttet utsatt offentlighet og informert børsen om et slikt vedtak. Oslo Børs har også konkludert med at børsmeldingen som ble sendt 8. januar 2019 hvor det ble innkalt til ekstraordinær generalforsamling med forslag om å oppløse og avvikle selskapet uten videre dokumentasjon og begrunnelse ikke kan anses å ha oppfylt informasjonsplikten vedrørende den innsideinformasjonen selskapet på det tidspunktet hadde.
2. Oslo Børs har videre konkludert med at selskapet hadde innsideinformasjon da selskapet fikk varsel 14. januar 2019 om at ABO, som også var selskapets største aksjonær, hadde iverksatt rettslige skritt for både å hindre selskapets generalforsamling i å beslutte oppløsning og avvikling, samt å få rettens medhold i at ABO hadde rett til å konvertere tidligere utbetalte lån

på ca. NOK 5 millioner til aksjer i selskapet. Oslo Børs har konkludert med at selskapet på dette tidspunktet hadde presise opplysninger som var egnet til å påvirke kursen merkbart og som ikke var offentlig tilgjengelig eller allment kjent og at denne informasjonen skulle vært utlignet i markedet. Oslo Børs stiller seg tvilende til at det forelå en legitim interesse for selskapet i å benytte utsatt offentliggjøring.

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

## **6. Klagers anførsler**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## **8. Klagenemndens vurdering**

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

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

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

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

Det har kun blitt ilagt overtredelsesgebyr til selskaper notert på Merkur Market ved to tidligere anledninger: (i) Oxy Group PLC hvor nemnden opprettholdt et overtredelsesgebyr på NOK 1 million for ikke å ha oppgitt informasjon om konverteringsavtale med aksjonærer i selskapets opptaksdokument.<sup>1</sup> På grunn av risikoen for at det kunne bli utstedt et stort antall aksjer til betydelig underkurs, ble dette ansett som innsidainformasjon. Denne informasjonen ble heller ikke offentliggjort etter at selskapet ble tatt opp til handel og bidro således til en potensiell feilprising av selskapets aksjer i en lengre periode. (ii) Sino Agro Food Inc. ble i november 2018 ilagt et overtredelsesgebyr på NOK 700 000 for blant annet manglende offentliggjøring av innsidainformasjon om selskapets forpliktelse til å utstede og utstedelse av aksjer som sikkerhet for ulike gjeldsforpliktelser. Dette vedtaket ble ikke påklaget. Informasjonen i disse to sakene ble offentliggjort henholdsvis 7,5 måneder og i overkant av ett år for sent.

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

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

Selskapet har videre anført at selskapets gründer har hatt en annen agenda enn selskapets formelle ledelse, noe som har medført uheldige og kritikkverdige medieutspill. Nemnden er enig med Oslo Børs i at markedet ikke har fått noen indikasjoner på at selskapets gründer ikke er å identifisere med selskapet. Selskapets gründer har stått som kontaktperson på de børsmeldinger som er sendt i den

---

<sup>1</sup> <https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Merkur-Market-klagenemnd>

relevante perioden. Det bemerkes av nemden at selskapets gründer faktisk har bidratt til å opplyse markedet om selskapets faktiske situasjon, selv om deler av denne informasjonen i henhold til Løpende forpliktelser skulle ha vært sendt i form av børsmeldinger.

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

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

Nemden tiltrer denne vurderingen.

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

Nemden er enig med Oslo Børs i at antall og type brudd og periodens lengde isolert sett skulle tilsi et høyere overtredelsesgebyr enn det som er blitt ilagt. Nemden mener at Oslo Børs har lagt vesentlig vekt på selskapets økonomiske situasjon ved fastsettelsen av gebyret og det fremstår på ingen måte som uforholdsmessig.

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

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

Avgjørelsen er enstemmig.

**Avgjørelse:**

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

(Sign.)

\_\_\_\_\_  
Camilla Nyhus-Møller

(Sign.)

\_\_\_\_\_  
Kjersti T. Trøbråten

(Sign.)

\_\_\_\_\_  
Morten Brundtland