



Lover, regler og forpliktelser for børsnoterte selskaper – en oppdatering

Investor Relations seminar



EURONEXT

8. juni 2022

Agenda

1. MAR – hvilke spørsmål får vi oftest fra utstederne og hva er svarene?

- Tilbakekjøpsprogram
- Trinnvise prosesser

2. Notifikasjoner

3. Observasjoner etter høyesterettsdom som berører definisjonen av innsideinformasjon



Innledning

Børsen har flere kanaler for utstedere som vil ha veiledning på markedsplassens regler.

- Kurs og seminarer i regi av Oslo Børs
- Generell veiledning på stockwatch@oslobors.no og 22 34 19 11.
- Oslo Børs delegert myndighet* for informasjonsplikt for innsideinformasjon. Kan illegge overtredelsesgebyr ved brudd på MAR. Børsen sender mange henvendelser til utstederne.
 - Utsteder skal, uten hinder av taushetsplikt, gi de opplysninger som er nødvendige for at børsen skal oppfylle sine lovbestemte plikter.
 - Børsens undersøkelser avsluttes ulikt, noen saker blir formelle sanksjonssaker, mens andre avsluttes med veiledning av utsteder på de aktuelle bestemmelsene.
- Ved utsteders beslutning om utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon, skal det uoppfordret og umiddelbart gis melding til børsen. Aktuelt å veilede på relevante bestemmelser i disse samtalerne.
- Utstederne bør være proaktive og søke veiledning fremfor å risikere oppfølging av regelverksbrudd i etterkant.

Tilbakekjøp av aksjer i røde perioder og etter beslutning om utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon

- Ny kommisjonsforordning (2016/1052) med MAR hvor børsen er utpekt til å føre tilsyn med overholdelse, jf. verdipapirforskriften § 17-1.
- I hovedsak videreføring av tidligere regler. Utvalgte endringer:
 - Tidkrevende for selskaper med lav likviditet å akkumulere ønsket volum – max. 25% av gjennomsnittlig daglig volum på markedsplassen der tilbakekjøpet gjennomføres. Ikke lenger aktuelt med tilbakekjøp inntil 50% av gjennomsnittlig daglig volum for lite likvide selskaper.
 - Redusert transparens da utsteder kan akkumulere og offentliggjøre handler under tilbakekjøpsprogrammet 7 dager etter at de er gjort. Tidligere var det daglig offentliggjøring. Benytt børsens maler som ivaretar alle innholdskrav. Offentliggjøring på www.newsweb.no.
- Tilbakekjøp i **1)** røde perioder og **2)** etter beslutning om utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon: Utsteder kan som et utgangspunkt ikke kjøpe tilbake egne aksjer, men begrensningen gjelder ikke for tidsbestemte* tilbakekjøpsprogram eller når forvaltningen av tilbakekjøpsprogrammet er satt ut til uavhengig verdipapirforetak/kredittinstitusjon.

**Tilbakekjøpsprogram der tidspunkter for handler og volumet av aksjer som skal handles i løpet av programmets varighet fastsettes ved offentliggjøring av programmet*

Informasjonsplikt i trinnvise prosesser

Oslo Børs er kompetent myndighet

- Ingen materielle endringer i definisjonen av innsideinformasjon, jf. MAR art. 7, eller i vilkårene for utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon, jf. MAR art. 17 nr. 4.
- Enkelte nye regler for utsatt offentliggjøring for banker i ekstraordinære situasjoner
- Enkelte nye innholds krav til børsmeldinger med innsideinformasjon
- Nye krav om elektronisk dokumentering av beslutning om utsatt offentliggjøring. Formalisering av praksis.
- Utsteders varslingsplikt ved beslutning om utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon videreført i børsens regelverk, ikke lenger lovhjemmel.
- Nytt krav om skriftlig melding til børsen ved offentliggjøring av innsideinformasjon som har vært gjenstand for utsatt offentliggjøring («Notifikasjon»)

Dokumentasjonskrav

- A) Dato og klokkeslett for når:
- i) Innsideinformasjonen forelå hos utsteder
 - ii) Beslutningen om utsatt offentliggjøring ble tatt
 - iii) Utsteder sannsynligvis vil offentliggjøre innsideinformasjonen
- B) Identiteten til personene hos utsteder som er ansvarlig for å:
- i) Ta beslutningen om utsatt offentliggjøring og når utsettelsen skal begynne og sannsynligvis vil slutte
 - ii) Sikre løpende overvåking av vilkårene for utsettelsen
 - iii) Ta beslutning om offentliggjøring av innsideinformasjonen
 - iv) Gi vedkommende myndighet de opplysningene om utsettelsen som den anmoder om
- C) Dokumentasjon på at vilkårene for utsatt offentliggjøring i henhold til MAR artikkel 17 nr. 4 var oppfylt da beslutningen ble truffet og eventuelle endringer av dette i tiden hvor innsideinformasjonen har vært gjenstand for utsatt offentliggjøring, herunder:
- i) De informasjonsbarrierene som er innført internt og med hensyn til tredjeparter for å hindre tilgang til innsideinformasjon for andre enn personer som trenger slik tilgang som ledd i den normale utøvelsen av sitt arbeid, sitt yrke eller sine forpliktelser hos utstederen
 - ii) De ordningene som har blitt iverksatt for å offentliggjøre innsideinformasjonen så snart som mulig dersom det ikke lenger foreligger konfidensialitet av informasjonen

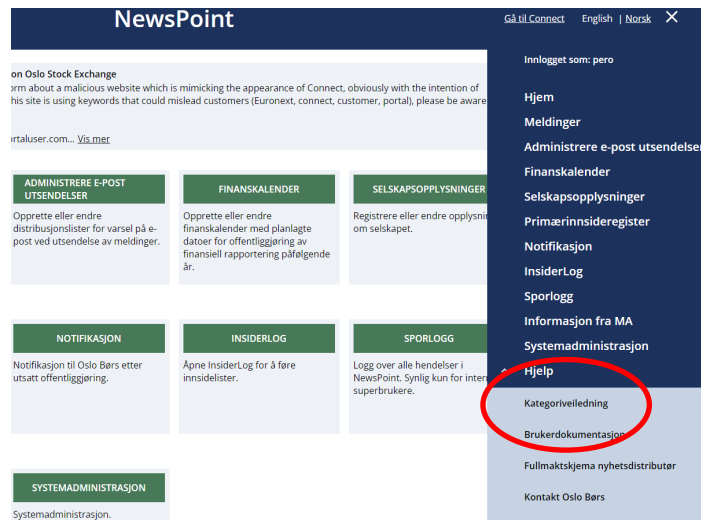
Generelle påminnelser informasjonsplikt

Offentliggjøring av innsideinformasjon

- MAR artikkel 17: (1) En utsteder skal **så snart som mulig** offentliggjøre innsideinformasjon som direkte vedrører utstederen.
- Streng håndhevelse - gjelder også utenom børsens åpningstid
- Utsteder må være forberedt på å håndtere alle hendelser (forventede og uventede) også utenom børsens åpningstid
- Finansiell rapportering i henhold til finansiell kalender er tilstrekkelig å offentliggjøre før børsåpning dagens etter vedtakelse. Børsen antar at beslutninger knyttet til utbytte som fattes i sammenheng med finansiell rapportering kan publiseres med samme tidsperspektiv.

Kategorisering av meldinger

- Bruk veiledningen som er tilgjengelig etter pålogging på Oslo Connect (tidl. Newspoint)
- Benytt kategorien innsideinformasjon når du offentliggjør innsideinformasjon
- Blanding av ESMA kategorier og Oslo Børs kategorier



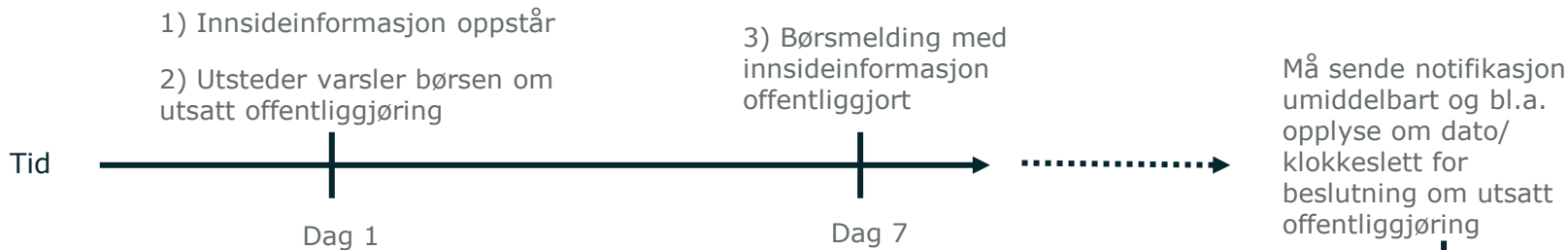
Notifikasjoner

MAR art. 17, nr. 4. Kommisjonsforordning 2016/1055 art. 4 nr. 2 og 3

- Utsteder må sende skriftlig melding til Oslo Børs (kompetent myndighet) umiddelbart etter at innsideinformasjon som har vært gjenstand for utsatt offentliggjøring er offentliggjort
- Ingen offentlighet, kun Oslo Børs er mottaker.
- Hensikten er å informere tilsynsmyndigheten om at utsatt offentliggjøring har vært benyttet. Ingen forhåndsvarsling av tilsynsmyndigheten som følger av MAR.
- Børsen har ved en rekke anledninger påpekt en generell manglende etterlevelse av bestemmelsen, senest i brev til samtlige utstedere 4. april 2022. I brevet forklares, bl.a:
 - Forventninger til utsteders tidsbruk for å sende notifikasjonen
 - Notifikasjonskrav ved offentliggjøring av regnskapsrapporter, selv om det ikke er krav om forhåndsvarsel
 - Børsen varsler strengere fremtidig håndhevelse av bestemmelsen
- Børsen er kontaktpunkt når utsteder **1)** tar beslutning om utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon og **2)** når den samme informasjonen senere offentliggjøres.

Praktiske sider ved notifikasjonsplikten

- Når utsteder offentliggjør innsideinformasjon som har vært gjenstand for utsatt offentliggjøring skal utsteder umiddelbart sende notifikasjon til kompetent myndighet (Oslo Børs).
- Utsteder må benytte børsens utstederportal NewsPoint til å fylle ut skjema som ivaretar innholdskravene til en notifikasjon.
- Notifikasjonene er gjenstand for tre kontrollpunkter hos børsen:
 - Er notifikasjonen mottatt umiddelbart etter offentliggjøring av børsmeldingen?
 - Er forholdet som notifikasjonen omhandler varslet til børsen i forkant?
 - Stemmer informasjonen i notifikasjonen med når børsen ble varslet om utsatt offentliggjøring?



HØYESTERETTSDOM AVSAGT 4. APRIL 2022 - BAKGRUNN

- **Bakgrunn:** Erstatningskrav mot styremedlemmer i børsnotert selskap som er gått konkurs. Sakens kjerne er om det er gitt mangelfull informasjon til markedet om selskapets finansielle stilling. Selskapet hadde inngått flere ulønnsomme kontrakter og kom etter hvert i brudd med covenants. Behov for emisjon for å unngå – saksøker tegnet seg i emisjonen, samt kjøpte ytterligere i annenhåndsmarkedet.
- Høyesterett har tatt stilling til tolkningen av «presise opplysninger»
 - Hvilken sannsynlighetsgrad som ligger i lovformuleringen «med rimelighet kan ventes å ville inntreffe»?
 - Hvilken grad av sannsynlighet som må foreligge for at en mulig fremtidig omstendighet (et sluttresultat/ enkeltsteg i prosess) – skal utgjøre innsideinformasjon?
- Tingretten frikjente i 2019 alle de saksøkte og de ble tilkjent saksomkostninger.
- Borgarting lagmannsrett forkastet anken i 2021. La til grunn sannsynlighetsovervekt for at en fremtidig omstendighet skal kunne danne grunnlaget for informasjonsplikt og kom til at risikoen for brudd på selskapets covenants ikke oppfylte dette kravet.

INNSIDEINFORMASJON

Hentet fra børsens introduksjonskurs – tre vilkår

#1

«Presis opplysning»



#2

«Egnet til å påvirke
kursen merkbart»



«Ikke krav til
bestemt
kurspåvirkning»

«Fornuftig
investortesten»

#3

«Som ikke er
blitt offentliggjort»



Mest relevant ift
forbudet mot å
handle på
insideinformasjon

«Forholdet
til god IR»

PRESISE OPPLYSNINGER

Hentet fra børsens introduksjonskurs – to typetilfeller av presise opplysninger

FORHOLD SOM HAR INNTRUFFET



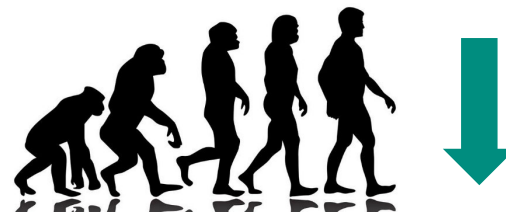
Effekten for selskapet må vurderes.

Er hendelsen tilstrekkelig konkret og betydningsfull til å si noe om mulig kurspåvirkning

?



FORHOLD SOM OPPSTÅR OVER TID



Er hendelsen som kan inntre tilstrekkelig konkret og betydningsfull til å si noe om mulig kurspåvirkning?

Når i prosessen foreligger presis opplysning?

Realistisk mulighet
(ikke krav om
sannsynlighetsovervekt)

Enkeltsteg
(som oppfyller kravet til
presis opplysning)

UTDRAG AV HØYESTERETTS KONKLUSJONER

- Språklig fortolkning av «kan ventes å inntreffe med rimelighet» som støtter lavere sannsynlighet enn 50%
- Fornuftig investor testen bruker ordet «sannsynligvis». Nærliggende å tenke at samme ord ville vært brukt om i presise opplysninger hvis det var hensikten
- Realistisk mulighet/ «realistic prospect». Må foreligge konkrete holdepunkter for at de aktuelle omstendighetene vil inntre, men ikke nødvendig med sannsynlighetsovervekt. Kravet til sannsynlighet kan ikke settes så lavt at det omfatter noe som ikke er sannsynlig. Graden av sannsynlighet må ligge opp mot sannsynlighetslikevekt.
- Kildene tilsier samlet sett at minstekrav til sannsynlighet for at en mulig fremtidig omstendighet er innsideinformasjon ligger opp mot sannsynlighetslikevekt, men noe lavere.



BØRSENS OBSERVASJONER ETTER DOMMEN

- Nyttig avklaring fra Høyesterett
- Børsen har tidligere lagt til grunn at «realistic prospect» formuleringen kan innebære en sannsynlighet lavere enn 50%. Dette har vært og er fortsatt reflektert i børsens kursmateriell.
- Ingen vesentlig endring i volumet av forhåndsvarsling til børsen ved beslutning om utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon. Børsen opplever heller ingen endring ved at vi varsles tidligere i innsideprosesser.
- Ikke observert endringer ved direkte offentliggjøring av innsideinformasjon uten bruk av utsatt offentliggjøring.



TAKK FOR OPPMERKSOMHETEN

Per Gunnar Ølstad

Senior kursnoteringsleder
Markedsovervåking

+47 22 34 19 11

PGolstad@euronext.com



This publication is for information purposes only and is not a recommendation to engage in investment activities. This publication is provided “as is” without representation or warranty of any kind. Whilst all reasonable care has been taken to ensure the accuracy of the content, Euronext does not guarantee its accuracy or completeness. Euronext will not be held liable for any loss or damages of any nature ensuing from using, trusting or acting on information provided. No information set out or referred to in this publication shall form the basis of any contract. The creation of rights and obligations in respect of financial products that are traded on the exchanges operated by Euronext’s subsidiaries shall depend solely on the applicable rules of the market operator. All proprietary rights and interest in or connected with this publication shall vest in Euronext. No part of it may be redistributed or reproduced in any form without the prior written permission of Euronext. Euronext refers to Euronext N.V. and its affiliates. Information regarding trademarks and intellectual property rights of Euronext is located at www.euronext.com/terms-use

© 2021, Euronext N.V. - All rights reserved.

