

JUS  
— JURISTENES —  
— UTDANNINGSSENTER —

OSLO  
OSLO BØRS

# *Børssirkulærer, vedtak og uttalelser 2014*

WIKBORG | REIN



børsnoteringer siden 2005

---

OSLO • BERGEN • LONDON • SINGAPORE • SHANGHAI • KOBE

---

## FORORD

Børssirkulærer, vedtak og uttalelser består av utdrag fra de vedtak, brev og andre uttalelser som antas å ha interesse fordi de illustrerer fortolkninger eller praksis. I tillegg er alle børssirkulærer fra 2014 inntatt.

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

Børsklagenemndens vedtak, enkelte av børsstyrets vedtak og børssirkulærer publiseres løpende. Gratis abonnement kan bestilles på børsens nettside:

<http://www.oslobors.no/user/register>

Utarbeidelse av Børssirkulærer, vedtak og uttalelser er hvert år et betydelig arbeid. Det rettes en stor takk til alle bidragsyterne, og som vanlig særlig Kjell Vidjeland, Ida Weyer-Larsen, Gunnar Eckhoff og Rita Distad som har gjort en kjempejobb i forbindelse med utarbeidelsen av dokumentet og vært til stor hjelp for undertegnede.

Oslo Børs, 20. januar 2015

Øivind Amundsen  
Direktør  
Førstehåndsmarkedet og juridiske tjenester  
Oslo Børs ASA

# INNHALDSFORTEGNELSE

<b>1</b>	<b>BØRSSIRKULÆRER 2014</b> .....	<b>5</b>
1.1	BØRSSIRKULÆRE 1/2014: ENDRINGER I ANBEFALING OM RAPPORTERING AV IR-INFORMASJON .....	6
1.2	BØRSSIRKULÆRE 2/2014: LIKEBEHANDLING .....	9
1.3	BØRSSIRKULÆRE 3/2014: REVIDERT UTGAVE AV NORSK ANBEFALING FOR EIERSTYRING OG SELSKAPSELEDELSE .....	19
1.4	BØRSSIRKULÆRE 4/2014: ENDRINGER I PRISER FOR FØRSTEHÅNDSMARKEDET PÅ OSLO BØRS, OSLO AXESS OG NORDIC ABM.....	21
1.5	BØRSSIRKULÆRE 5/2014: ENDRINGER I AKSJEUTSTEDERREGLENE FOR OSLO BØRS OG OSLO AXESS .....	26
<b>2</b>	<b>OPPTAK TIL BØRSNOTERING</b> .....	<b>31</b>
2.1	NYE SELSKAPER I 2014 .....	31
2.2	OPPTAKSPRAKSIS .....	31
2.2.1	<i>Revisjonsutvalg, uavhengige medlemmer (e-poster av 16. og 17.01.2014).....</i>	<i>31</i>
2.2.2	<i>Opptaksreglenes krav om to uavhengige styremedlemmer – Avance Gas Holding Ltd (e-post av 27.02.2014).....</i>	<i>32</i>
2.2.3	<i>Likviditet - Tanker Investments Ltd (utdrag fra administrasjonens innstilling til børsstyret av 10.03.2014).....</i>	<i>34</i>
2.2.4	<i>Styresammensetning – Tanker Investments Ltd (utdrag fra administrasjonens innstilling til børsstyret av 10.03.2014) .....</i>	<i>34</i>
2.2.5	<i>Nærstående avtaler – Tanker Investments Ltd (utdrag fra administrasjonens innstilling til børsstyret av 10.03.2014).....</i>	<i>35</i>
2.2.6	<i>Nærstående avtaler – Tanker Investments Ltd (utdrag fra administrasjonens innstilling til børsstyret av 10.03.2014).....</i>	<i>36</i>
2.2.7	<i>Eierstyring og Selskapsledelse – Tanker Investments Ltd. (utdrag fra administrasjonens innstilling til børsstyret av 10.03.2014) .....</i>	<i>37</i>
2.2.8	<i>Planlagt virksomhetsomfang / krav til 12 måneders likviditet – African Petroleum (e-poster av 10.03. – 17.03.2014).....</i>	<i>38</i>
2.2.9	<i>Styremedlems uavhengighet – Havyard Group ASA (e-post av 17.03.2014) .....</i>	<i>41</i>
2.2.10	<i>Utsatt frist for første noteringsdag – Havyard Group ASA (e-post av 28.05.2014).....</i>	<i>42</i>
2.2.11	<i>Krav til tre års virksomhet – Aqualis Offshore ASA (utdrag fra administrasjonens innstilling til børsstyret av 06.08.2014) .....</i>	<i>42</i>
2.2.12	<i>Aksjonæravtale - vedr. forhold av betydning for om aksjene er egnet til notering – Magseis ASA (utdrag fra innledende redegjørelse av 25.09.2014) .....</i>	<i>44</i>
2.2.13	<i>Egnethet for notering - RAK Petroleum PLC - (utdrag fra administrasjonens innstilling til børsstyret av 29.10.2014).....</i>	<i>45</i>
2.2.14	<i>Krav til markedsverdi - RAK Petroleum PLC (utdrag fra administrasjonens innstilling til børsstyret av 29.10.2014).....</i>	<i>45</i>
2.2.15	<i>Styremedlem del av daglig ledelse - RAK Petroleum PLC (utdrag fra administrasjonens innstilling til børsstyret av 29.10.2014 ) .....</i>	<i>47</i>
<b>3</b>	<b>STRYKNING/SUSPENSJON</b> .....	<b>48</b>
3.1	SELSKAPER SOM ER STRØKET FRA NOTERING .....	48
3.2	STRYKNINGSSAKER .....	48
3.2.1	<i>Vedtak om strykning fra notering på Oslo Børs - AGR Group ASA (brev av 23.10.2014)</i>	<i>48</i>

3.2.2	<i>Børsklagenemndens sak 1/2014: Transeuro Energy Corp – klage over Oslo Børs ASAs vedtak om å stryke selskapet fra notering på Oslo Axess</i> .....	49
<b>4</b>	<b>LØPENDE UTSTEDERREGLER</b> .....	<b>55</b>
4.1	LIKEBEHANDLING AV AKSJONÆRER.....	55
4.1.1	<i>Rettet emisjon, likebehandling - Songa Offshore SE (brev av 11.03.2014)</i> .....	55
4.1.2	<i>Private Placement in Bionor Pharma ASA 4 September 2014 – Equal treatment of shareholders (brev av 30.10.2014)</i> .....	58
4.2	LØPENDE INFORMASJONSPLIKT MV .....	59
4.2.1	<i>Kritikkbrev/Generell veiledning</i> .....	59
4.2.1.1	Offentliggjøring av protokoll fra forstanderskapsmøte – Sparebanken 1 Buskerud-Vestfold (e-post av 30.01.2014) .....	59
4.2.1.2	Tidspunkt for melding om salg av eierandel – I.M. Skaugen SE (brev av 10.02.2014) 60	
4.2.1.3	Konsernintern fisjon og kapitalendring – Entra Eiendom AS (brev av 26.02.2014).....	61
4.2.1.4	Bytte av debitor – Nord-Trøndelag Elektrisitetsverk Holding AS (brev av 03.03.2014) .....	62
4.2.1.5	Award of contract - SeaBird Exploration PLC (brev av 07.03.2014).....	63
4.2.1.6	Award of contract - EOC Limited (brev av 02.04.2014) .....	65
4.2.1.7	Offentliggjøring av årsrapport og innkalling til generalforsamlingen – Stolt-Nielsen Limited (e-post av 04.04.2014) .....	66
4.2.1.8	Offentliggjøring av finansiell kalender – EAM Solar ASA (brev av 08.05.2014).....	67
4.2.1.9	For sen offentliggjøring av innkalling til generalforsamling – Repant ASA (brev av 13.06.2014) .....	67
4.2.1.10	Obligation to Publish Annual Financial Report - Sterling Resources PLC (brev av 23.06.2014).....	68
4.2.1.11	Informasjonshåndtering – kontakt med journalister – NEXT Biometrics Group ASA (brev av 03.07.2014) .....	69
4.2.1.12	Offentliggjøring av kapitalendring - Magseis (brev av 08.08.2014) .....	70
4.2.1.13	Virkeområdet for plikt til oversendelse av lister over primærinnsidere og nærstående - aksjer og egenkapitalbevis (e-post av 14.08.2014).....	70
4.2.1.14	Vedrørende endret rente i obligasjonslån – Det Norske Oljeselskap (brev av 12.09.2014).....	71
4.2.1.15	Kritikk for brudd på opplysningsplikten til Oslo Børs - Intex Resources ASA (brev av 10.10.2014).....	72
4.2.1.16	Vedrørende offentliggjøring av regnskapsrapport for 3. kvartal 2014 - GC Rieber Shipping ASA (brev av 20.11.2014).....	74
4.2.1.17	Vedrørende eks dato 24. november 2014 – Havyard Group (brev av 09.12.2014).....	75
4.2.1.18	Kritikk for håndtering av løpende forpliktelser - NattoPharma ASA (brev av 22.12.2014) .....	75
4.3	FORTSATT NOTERING VED VESENTLIGE ENDRINGER .....	78
4.3.1	<i>Vedrørende fortsatt notering etter gjennomføring av fusionsfusjon - Saga Tankers ASA (brev av 15.10.2014)</i> .....	78
4.3.2	<i>Videreføring av børsnotering ved større endringer i virksomhet – NEL ASA (vedtak av 10.12.2014)</i> .....	83
4.4	ANNET.....	85

4.4.1	<i>Rettet emisjon – pliktig tilbud - Crudecorp (e-poster av 06.01.2014)</i> .....	85
<b>5</b>	<b>OVERTAKELSESTILBUD</b> .....	<b>87</b>
	KONTROLLERTE TILBUD 2014 .....	87
5.1	87	
5.2	PLIKTIG TILBUD.....	87
5.2.1	<i>Tilbakelevering av lånte aksjer (e-post av 13.01.2014)</i> .....	87
5.2.2	<i>Tilbudsplikt ved målselskapets erverv av egne aksjer (e-post av 19.03.2014)</i> .....	88
5.2.3	<i>Minimum tilbudspris – betinget kjøpsavtale med variabelt vederlag (e-poster av 24.04.2014)</i> .....	89
5.2.4	<i>Exemption from Norwegian rules on take-over bids – African Petroleum (brev av 09.05.2014)</i> .....	90
5.2.5	<i>Tilbudspris – rett til ytterligere betaling (e-post av 06.06.2014)</i> .....	91
5.2.6	<i>Overgangsregel og gjentatt tilbudsplikt. Anvendelsesområdet for reglene om frivillig tilbud (e-poster av 11.06.2014)</i> .....	92
5.2.7	<i>Opphør av norske regler om overtakelsestilbud ved notering i registreringsstat - EOC Limited (e-poster av 15.07. og 17.07.2014)</i> .....	94
5.2.8	<i>Tilbudsplikt - aksjelån ved stabilisering – Scatec Solar ASA (e-poster av 19.09. og 23.09.2014)</i> .....	95
5.3	FRIVILLIG TILBUD .....	97
5.3.1	<i>Styrets uttalelse i forbindelse med frivillig tilbud på Norwegian Car Carriers ASA (e-poster av 21.01. – 14.02.2014)</i> .....	97
5.3.2	<i>Offer: index fund(s) - call option - Algeta (e-poster av 03. – 05.02.2014)</i> .....	98
5.4	DISPENSASJON FRA TILBUDSPLIKT .....	101
5.4.1	<i>Dispensasjon fra tilbudsplikt ved fusjon - I.M. Skaugen SE (brev av 29.01.2014)</i> .....	101
5.4.2	<i>Dispensasjon fra tilbudsplikt ved fisjon - Hexagon Composites ASA (brev av 17.09.2014)</i> .....	103
<b>6</b>	<b>MEDLEMSKAP, MEDLEMMERS OPPTREDEN, HANDELSREGLER</b> .....	<b>109</b>
6.1	NYE MEDLEMMER 2014.....	109
6.2	MEDLEMSREGLER/HANDELSREGLER .....	109
6.2.1	<i>Manglende rapportering av obligasjonshandler - Swedbank Norge (brev av 28.08.2014)</i> .....	109
6.2.2	<i>Reporting of manual trades – Danske Bank (brev av 08.10.2014)</i> .....	110

## 1 BØRSSIRKULÆRER 2014

1	Endringer i Anbefaling om rapportering av IR-informasjon
2	Likebehandling
3	Revidert utgave av Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse
4	Endringer i priser for førstehåndsmarkedet på Oslo Børs, Oslo Axess og Nordic ABM
5	Endringer i aksjeutstederreglene for Oslo Børs og Oslo Axess

## 1.1 Børssirkulære 1/2014: Endringer i Anbefaling om rapportering av IR-informasjon

### 1. Innledning

Vedlagt følger endringer i Oslo Børs' Anbefaling om rapportering av IR-informasjon som nå har endret navn til Oslo Børs' IR-anbefaling.

De vedtatte endringene samsvarer på de vesentlige punkter med de forslag som ble sendt på høring 22. januar 2014, likevel slik at det er gjort enkelte mindre endringer og presiseringer på bakgrunn av tilbakemeldinger i høringsrunden.

Børsen har mottatt høringsuttalelser fra Geelmuyden.Kiese, Norske Skog, PwC og Telenor.

For ordens skyld presiseres det at det i denne runden ikke er gjort endringer i Oslo Børs' Anbefaling om regelverk relevant for investorer på selskapets nettsider. Anbefaling om regelverk relevant for investorer på selskapets nettsider er tilgjengelig på Oslo Børs sine nettsider under <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Notering/Aksjer-egenkapitalbevis-og-retter-til-aksjer/Anbefaling-om-regelverk-relevant-for-investorer-paa-nettsidene> .

I punkt 2 nedenfor gis en kort beskrivelse av endringene i Anbefaling om rapportering av IR-informasjon. Ny versjon av anbefalingen er inntatt i vedlegget til sirkulæret.

Selskapene bør rapportere i henhold til anbefalingen av 10. juni 2014 innen 1. september 2014.

### 2. Endringer

I det følgende gis en beskrivelse av endringer i anbefalingen:

- Navnet på anbefalingen er endret fra «Anbefaling om rapportering av IR-informasjon» til «Oslo Børs' IR-anbefaling » (heretter «IR-anbefalingen» eller «anbefalingen»).
- Nytt punkt 2.3. Det er i IR-anbefalingen inntatt et punkt knyttet til informasjon om fremtidsutsikter/guiding med følgende ordlyd:

#### *2.3 Informasjon om fremtidsutsikter/guiding mv.*

*Fremtidsutsikter/guiding er regelmessig relatert til informasjon om forhold som ikke har inntruffet eller er ferdigstilt. For selskaper som gir informasjon om fremtidsutsikter/guiding, vil slik informasjon kunne skape forventninger i markedet. Enkelte noterte selskaper velger også å veilede markedet (guide) vedrørende måltall, indikatorer o.l. i en definert periode før fullstendig informasjon foreligger, f.eks. fra et kvartal er avsluttet, men før den endelige kvartalsrapporten er ferdigstilt og offentliggjort.*

*Det er viktig å være oppmerksom på at endringer i faktiske resultater målt opp mot selskapets tidligere kommuniserte oppfatninger, eller endring i tidligere offentliggjorte fremtidsutsikter/guiding, kan være informasjonspliktig informasjon. Dette må vurderes konkret, og kurssensitive avvik i forhold til det som tidligere er offentliggjort om fremtidsutsikter/guiding skal offentliggjøres umiddelbart.*



*Selskapet bør ha en policy på hvordan og i hvilken grad man skal gi informasjon om fremtidsutsikter/guiding og være konsistent i sin informasjonsgivning. Endringer i policy bør kommuniseres.*

- Punkt 3.5 er flyttet til nytt punkt 3.1. Videre er den innbyrdes rekkefølgen på temaene under tidligere punkt 3.5 endret, slik at Investor Relations nå er omtalt først. Bakgrunnen for dette er at det ble funnet hensiktsmessig å omtale «følg eller forklar»-prinsippet innledningsvis under punkt 3. Dette medfører en forskyvning i nr. rekkefølgen på alle punktene under punkt 3.

I siste kulepunkt i nytt punkt 3.1 under Investor Relations er «følg eller forklar»-prinsippet utdypet. Dette punktet er endret til (endringer er markert):

*Dersom selskapet på enkelte punkter velger å avvike fra Oslo Børs' IR Aanbefaling og rapportering om IR-informasjon beskrives avvik og begrunnelse for avvik under punktet Investor Relations.*

- Punkt 3.2 (tidligere punkt 3.1) i avsnittet om Aksjeeiere/egenkapitalbeveiseiere er endret til (endringer er markert):

*Med utgangspunkt i hvor stor andel av aksjene som er registrert på forvalterkonto ~~nomineekonto~~, anbefales det at selskapet vurderer om det er hensiktsmessig å publisere en reell eieroversikt basert på de 20 største eierne jevnlign og minst en gang i året.*

- I punkt 3.2 (tidligere punkt 3.1) under avsnittet om analysedekning og konsensusestimater er andre og tredje kulepunkt slått sammen. Av tidligere anbefaling fremgår det at alle innhentede estimater bør inngå i gjennomsnittlig konsensusestimater dersom selskapet velger å publisere analyser og estimater. Dette er endret til at selskapet bør redegjøre for hvilken metodikk som er benyttet ved utarbeidelse av konsensusestimater. Bakgrunnen for dette er at børsen har fått tilbakemelding om at en del aksjeutstedere mottar et stort antall analyser hvor av noen er svært avvikende og påvirker konsensusestimateret på en ikke-representativ måte. I tillegg er gjennomsnittlig fjernet fra ordlyden, da blant annet medianverdi kan være aktuelt å vise i stedet for, eller i tillegg til gjennomsnittlig konsensusestimater. Punkt. 3.2 (tidligere punkt 3.1 er nå endret til (endringer er markert):

*Analyser og estimater utarbeides av meglerhus/analytikere for en rekke selskaper. ~~Dersom~~ den grad selskapet velger å publisere analyser og estimater bør det klart fremgå at dette ikke er selskapets egne estimater, og at selskapet ikke ~~går god for~~ har bearbeidet innholdet. Selskapet bør redegjøre for hvilken metodikk som er benyttet ved utarbeidelse av konsensusestimateret. Alle innhentede estimater bør inngå i gjennomsnittlig konsensusestimater, og det bør ~~det~~ fremgå hvilke meglerhus/analytikere som inngår i beregningen dersom selskapet publiserer slike estimater.*

- I punkt 3.2 (tidligere punkt 3.1) under avsnittet som heter generelt om aksjen/egenkapitalbeviset er det inntatt et nytt kulepunkt om at antall aksjer/egenkapitalbevis eiet av selskapet selv eller andre konsernselskaper bør gjøres tilgjengelig på selskapets internettsider.

- Nytt punkt 3.4. Det er inntatt et nytt punkt 3.4 om fremmedkapital. Bakgrunnen for dette er at vi opplever at investorer i økende grad er opptatt av informasjon om dette temaet. Punktet innebærer en forskyvning av nummerrekkefølgen fra tidligere punkt 3.4 og etterfølgende punkt. Følgende ordlyd er inntatt i punkt 3.4:

### 3.4 Fremmedkapital

#### *Finansiell strategi*

- *En beskrivelse av selskapets finansielle strategi, f.eks. informasjon om kapitalstruktur, finansieringskilder, sikkerhetsstillelser/garantier, gearing og policy for notering av obligasjonslån slik det fremgår av årsrapporten som et minimum.*
- *Dersom selskapet ikke har en finansiell strategi bør det opplyses om.*

#### *Oversikt over selskapets gjeldsfinansiering*

*Det anbefales å gi nedenfor stående informasjon om selskapets gjeldsfinansiering:*

- *Oversikt over selskapets ulike finansieringskilder spesifisert på utestående lånebeløp. Oversikten bør spesifisere noterte obligasjonslån, unoterte obligasjonslån, bankfinansiering og eventuelt andre finansieringskilder.*
- *Rentebetingelser, inklusiv rentemargin per lån.*
- *Sentrale finansielle covenants.*
- *Offisiell kredittrating dersom selskapet eller det enkelte obligasjonslån har dette.*

*Ovennevnte informasjon bør som et minimum legges ut slik den fremgår av årsrapporten.*

- Det er inntatt et nytt punkt 4 om kommunikasjon i andre kanaler og herunder et underpunkt, punkt 4.1 om sosiale medier. Bakgrunnen for dette er økende bruk av andre kommunikasjonskanaler, herunder sosiale medier og et identifisert behov for å gi noe veiledning rundt bruk av sosiale medier. Følgende ordlyd er inntatt i nytt punkt 4.1:

#### *4.1 Sosiale medier*

*Selskaper som bruker sosiale medier i sin kommunikasjon med markedet anbefales å ha klare retningslinjer for slik kommunikasjon, herunder hvem som skal uttale seg på selskapets vegne og skillelinjer mellom privat- og selskapsinformasjon. Tone og form i sosiale medier er ofte uformell og kortfattet, og selskapene må derfor påse at informasjonen ikke gis på en måte som er egnet til å villedde. Informasjonspliktig informasjon skal alltid offentliggjøres i samsvar med gjeldende regelverk før den gjøres kjent gjennom sosiale medier eller andre kanaler.*

- Det er i tillegg gjort noen mindre språklige endringer enkelte steder i anbefalingen som ikke er av materiell karakter.

## 1.2 Børssirkulære 2/2014: Likebehandling

### 1 Innledning og sammendrag

Verdipapirhandelloven (vphl.) § 5-14 oppstiller et prinsipp om at utstedere av finansielle instrumenter opptatt til handel på norsk regulert marked skal likebehandle innehaverne av deres finansielle instrumenter. Forskjellsbehandling kan etter bestemmelsen likevel aksepteres dersom denne er saklig begrunnet ut fra utsteders og innehavernes felles interesser. Børsen har inntatt en likelydende bestemmelse om likebehandling i Løpende forpliktelser for selskaper med aksjer og egenkapitalbevis notert på Oslo Børs og Oslo Axess punkt 2.1, Obligasjonsreglene punkt 3.1.1 og ABM-reglene punkt 3.1.1.

Dette børssirkulæret tar for seg enkelte temaer knyttet til utsteders likebehandlingsplikt. Formålet med sirkulæret er å gi utstederne veiledning med hensyn til innholdet i og rekkevidden av likebehandlingsregelen. I punkt 2 redegjøres det nærmere for bakgrunnen for sirkulæret og formålet med dette. I punkt 3 er det inntatt en generell og overordnet omtale av likebehandlingsbestemmelsen og det rettslige vurderingstema for denne, mens punkt 4 inneholder en særskilt omtale av likebehandlingsregelen i forhold til gjennomføringen av rettede emisjoner.

Nedenfor følger et kort sammendrag av sirkulærets hovedpunkter:

- Likebehandlingsprinsippet retter seg mot alle utstedere av noterte finansielle instrumenter og deres styrende organer, og innebærer at forskjellsbehandling av verdipapir innehaverne kun er tillatt dersom denne er saklig begrunnet i utstedernes og innehavernes felles interesser.
- Saklighetskriteriet innebærer at formålet med tiltaket må være relevant og egnet til å fremme utsteders og innehavernes felles interesse. Videre må tiltaket være forholdsmessig – den vinning som kan oppnås for fellesskapet og utstederen må sees opp mot ulempen som påføres den enkelte. Vurderingen av handlingsalternativer står sentralt.
- Rettede emisjoner innebærer en utvanning av organisatoriske rettigheter og forutsetter saklig grunn. Det stilles skjerpede krav til saklighet ved:
  - Større emisjoner med stor utvanning, og særlig ved endring av maktbalansen.
  - Større avvik mellom emisjonskurs og markedskurs (rabatt).
  - Emisjon med forskjellsbehandling av eksisterende aksjonærer.
- Reparasjonsemisjoner kan ha betydning for saklighetsvurderingen, herunder kravet til forholdsmessighet. Den konkrete reparerende effekt må vurderes. En reparasjonsemisjon erstatter ikke utsteders plikt til å vurdere alternative finansieringskilder som resulterer i mindre grad av forskjellsbehandling.
- Likebehandlingsbestemmelsen ligger under Finanstilsynets tilsyn. Børsen har inntatt likelydende bestemmelser i sitt utstederregelverk, og fører dermed også kontroll med etterlevelsen. Børsen ser i sine undersøkelser hen til utsteders saksbehandling, herunder begrunnelse for valgt transaksjon og vurdering av alternative fremgangsmåter i den konkrete situasjon.

- Børsen har observert en utvikling som kan tilsi at det er rom for økt bevissthet rundt likebehandlingsregelen i markedet. Børsen vil fremover ha et særlig fokus på utstedernes etterlevelse av likebehandlingsplikten.

## 2 Nærmere om bakgrunnen for sirkulæret

Likebehandlingsregelen i vphl. § 5-14 gir uttrykk for et vel etablert aksjerettslig og verdipapirrettslig prinsipp om likebehandling av aksjonærer i samme situasjon. Nevnte bestemmelse oppstiller blant annet et vern mot usaklig forskjellsbehandling av minoritetsaksjonærer. Et fungerende minoritetsvern er sentralt for å fremme effektive og tillitsvekkende markeder for verdipapirhandel. Det må forutsettes at selskaper som gjennom notering på regulert marked velger å invitere småaksjonærer til å bidra med risikokapital, også påtar seg et særlig ansvar for ikke å tilsidesette deres interesser.

Børsen har i den senere tid sett en utvikling som kan tilsi at det er rom for ytterligere bevisstgjøring av utstedere og deres styrende organer når det gjelder de forpliktelser som følger med likebehandlingsregelen. Ikke minst knytter børsens observasjoner seg til den utbredte bruk av rettede emisjoner som en finansieringskilde for norske og utenlandske utstedere.

En stor andel av børsens utstedere opererer i kapitalkrevende næringer, og for disse representerer rettede emisjoner en mulighet til å innhente kapital gjennom en rask og fleksibel prosess. Det er av mange ansett som en fordel ved det norske markedet at innhenting av kapital kan gjennomføres relativt raskt gjennom slike transaksjoner. Ofte vil en rask, fleksibel og kostnadseffektiv tilførsel av kapital gjennom rettede emisjoner være i både selskapets og aksjonærfelleskapets interesse. Det er likevel slik at denne type transaksjoner regelmessig reiser spørsmål rundt likebehandling av aksjonærene som utstederne og deres styrende organer må ha et bevisst forhold til. Børsen søker i dette sirkulæret å gi noe veiledning med hensyn til hvilke vurderinger utsteder må foreta i forhold til likebehandlingsregelen i denne type transaksjoner.

Selv om dette sirkulæret inneholder en særskilt omtale av rettede emisjoner, vil spørsmål rundt likebehandling kunne oppstå i en rekke andre situasjoner. I punkt 3 er det inntatt en overordnet og generell redegjørelse for likebehandlingsregelen og bestemmelsens vurderingstema, som kan gi veiledning også på andre områder hvor likebehandlingsprinsippet setter skranke. Det er imidlertid viktig å understreke at den saklighetsvurderingen likebehandlingsregelen legger opp til, forutsetter en avveining av ulike interesser og kryssende hensyn, og således er av utpreget skjønnsmessig karakter. Hver situasjon vil derfor måtte vurderes ut fra omstendighetene i det konkrete tilfellet.

Tilsynet med etterlevelsen av likebehandlingsregelen i vphl. § 5-14 faller under Finanstilsynet, jf. vphl. § 15-1. Børsen vil også håndheve regelen gjennom de tilsvarende bestemmelser inntatt i børsens løpende forpliktelser og regelverk for obligasjonsutstedere. Børsens har forelagt Finanstilsynet dette sirkulæret.

## 3 Det verdipapirrettslige likebehandlingsprinsipp i vphl. § 5-14

### 3.1 Overordnet om bestemmelsen

Vphl. § 5-14 lyder:

- (1) *Utstedere av finansielle instrumenter opptatt til handel på norsk regulert marked, skal likebehandle innehaverne av deres finansielle instrumenter. Utsteder må ikke utsette innehaverne av de finansielle instrumentene for forskjellsbehandling som ikke er saklig begrunnet ut fra utstederens og innehavernes felles interesse.*

- (2) *I forbindelse med omsetning eller utstedelse av finansielle instrumenter eller rettigheter til slike, må utsteders styrende organer, tillitsvalgte eller ledende ansatte ikke treffe tiltak som er egnet til å gi dem selv, enkelte innehavere av finansielle instrumenter eller tredjemenn en urimelig fordel på bekostning av andre innehavere eller utsteder. Det samme gjelder ved omsetning eller utstedelse av finansielle instrumenter eller rettigheter til slike innen konsern som utsteder inngår i.*

Bestemmelsens første ledd, første punktum oppstiller en plikt for alle utstedere av finansielle instrumenter notert på norsk regulert marked til å likebehandle innehaverne av deres finansielle instrumenter. Dette absolutte og ubetingede kravet om likebehandling blir imidlertid presisert gjennom første ledd, annet punktum; forskjellsbehandling kan aksepteres dersom denne er saklig begrunnet ut fra selskapet og innehavernes felles interesser.

Andre ledd inneholder et forbud mot at utsteders styrende organer mv. treffer tiltak i forbindelse med omsetning eller utstedelse av finansielle instrumenter som er egnet til å gi dem selv, enkelte innehavere eller tredjemenn en urimelig fordel på bekostning av andre innehavere eller utsteder. Også begrepet «urimelig» viser til en saklighetsvurdering hvor det må tas stilling til om tiltaket bygger på et saklig forsvarlig grunnlag ut fra hva som er i selskapets og verdipapirnehavernes felles interesse.<sup>1</sup> Begrepet «urimelig» legger dessuten opp til en forholdsmessighetsvurdering av de fordeler vedtaket er egnet til å medføre for utstederen og verdipapirnehaverne samlet sett, og de ulemper som påføres den enkelte verdipapirnehaver som følge av tiltaket.<sup>2</sup> Det er omstendighetene som forelå på tidspunktet da tiltaket ble truffet som er relevant for vurderingen, jf. «egnet til». Det er således ingen forutsetning at beslutningen faktisk gir noen særfordel så lenge den er «egnet til» å ha en slik virkning.<sup>3</sup> I tillegg til å omfatte brudd på likhetsprinsippet, dvs. usaklig forskjellsbehandling av verdipapirnehaverne, rammer bestemmelsens andre ledd også urimelig fordeler som tildeles tredjeparter.

Bestemmelsen retter seg mot alle norske og utenlandske utstedere og deres styrende organer som har finansielle instrumenter notert på Oslo Børs og Oslo Axess. For norske aksje- og allmennaksjeselskap oppstiller aksjelovgivningen tilsvarende skranker gjennom misbruksnormene i aksjelovene §§ 6-28 (styrets myndighetsmisbruk) og 5-21 (generalforsamlingens myndighetsmisbruk). Aksjonærer kan forfølge brudd på disse aksjerettslige misbruksnormene privatrettslig ved å påberope seg de aksjerettslige reglene. Dette kan primært gjøres gjennom egen klageordning til Finansdepartementet (klager over vedtak i Foretaksregisteret)<sup>4</sup>, eller gjennom søksmål om gyldigheten av beslutningen og evt. erstatningskrav, med mulighet til å begjære midlertidig forføyning for å få stanset gjennomføringen av transaksjonen i påvente av en avklaring av gyldighetsspørsmålet. Verdipapirhandelens likebehandlingsregel gjelder imidlertid uavhengig av om utstederen er eller ikke er underlagt tilsvarende likebehandlingsforpliktelser gjennom registreringsstatens selskapslovgivning, med mulighet til å forfølge dette privatrettslig i hjemstaten.

Likebehandlingsregelen retter seg mot utstedere av noterte «finansielle instrumenter», og skal forhindre usaklig forskjellsbehandling av innehavere av de «finansielle instrumentene». Begrepet

<sup>1</sup> Jf. Ot.prp. nr. 19 (1974-1975) om lov om aksjeselskaper og uttalelser på s. 111-112 knyttet til tilsvarende begrepsbruk i gjeldende allmennaksjelov § 6-28.

<sup>2</sup> Jf. tilsvarende hva angår forståelsen av myndighetsmisbruksreglene i allmennaksjeloven §§ 6-28 og 5-21, Gina Bråthen, «Myndighetsmisbruk ved styrets beslutning om rettet emisjon», NTS 2012-3/4, s.37 og s.38 og Filip Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk – en studie av asl./asal. § 5-21 og uskrevne myndighetsmisbruksprinsipper, Oslo 2005, s. 345. Oslo Børs legger til grunn at det rettslige innholdet i asal. §§ 6-28 og 5-21 langt på vei er sammenfallende med det rettslige innholdet i vphl. § 5-14

<sup>3</sup> Jf. Aarbakke mfl. *Aksjeloven og allmennaksjeloven Kommentarutgave* 3. utg., Oslo 2012 s. 398.

<sup>4</sup> Jf. Foretaksregisterloven § 9-1, jf. § 5-1.

«finansielle instrumenter» er nærmere definert i vphl. § 2-2, og omfatter utover aksjer blant annet obligasjoner, fondsandeler, rettigheter til aksjer, mv. Eksempelvis må obligasjonsutstedere med obligasjoner notert på Oslo Børs forholde seg til likebehandlingsregelen ved handel i egne obligasjoner og utvidelse av obligasjonslån. Likebehandlingsregelen vil også kunne sette skranker i forbindelse med utstedelse av konvertible obligasjoner og andre rettigheter til aksjer, egenkapitalbevis mv.

Bestemmelsen retter seg mot «utstедers» forskjellsbehandling og beslutninger og tiltak truffet av utstедers «styrende organer». Hva som omfattes av «styrende organer» vil kunne avhenge av utstедers selskapsform og hvilke innehavere av finansielle instrumenter tiltaket retter seg mot. Styrende organer vil for allmennaksjeselskap typisk omfatte generalforsamling, styret og bedriftsforsamling, for obligasjonsutstедere omfatter begrepet også obligasjonseiermøtet, for sparebanker med noterte egenkapitalbevis omfattes forstanderskap og styret mv. Bestemmelsen retter seg for øvrig mot tiltak truffet av «tillitsvalgte» og «ledende ansatte». Børsen forstår bestemmelsen slik at den retter seg mot de nevnte personers handlinger i egenskap av å være deltakere i beslutningsprosessen i selskapet.<sup>5</sup>

Den verdipapirrettslige likebehandlingsbestemmelsen kom opprinnelig inn børsforskriften av 1994, men ble videreført i verdipapirhandeloven i 2007. Det finnes ingen forarbeider som gir nærmere veiledning om bestemmelsens innhold og virkeområde. Det er også sparsomt med praksis rundt bestemmelsen. I forbindelse med at bestemmelsen ble overført til verdipapirhandeloven i 2007, ble tilsynet med bestemmelsen lagt til Finanstilsynet, jf. vphl. § 15-1. Finanstilsynet har ikke hjemmel til å sanksjonere brudd på bestemmelsen.<sup>6</sup> Børsen har imidlertid inntatt en likelydende bestemmelse i sine løpende forpliktelser for aksjeutstедere pkt. 2.1 og obligasjonsreglene pkt. 3.1.1, og kan dermed ilegge overtredelsesgebyr ved vesentlige brudd på bestemmelsen, jf. hhv. løpende forpliktelser pkt. 15.4 og obligasjonsreglenes pkt. 8.4. Brudd på den tilsvarende likebehandlingsregelen i ABM-reglene pkt. 3.1.1, vil kunne medføre offentlig kritikk, jf. ABM-reglene pkt. 8.1.

### 3.2 Nærmere om likebehandlingsregelens vurderingstema

Som det fremgår over må vphl. § 5-14 første og andre ledd ses i sammenheng, og vurderingstema blir i praksis; 1) om det er truffet et tiltak som er egnet til å forskjellsbehandle innehaverne av selskapets finansielle instrumenter eller til å gi en fordel for en innehaver eller andre på selskapets eller øvrige innehaveres bekostning, og i så tilfelle 2) om dette har et saklig og forsvarlig grunnlag i utstедers og innehavernes felles interesser.

Dersom spørsmål 1) besvares bekreftende, vil det altså stilles krav om at de premisser beslutningen bygger på er saklige, dvs. begrunnet i «utstедerens og innehaverens felles interesser», samt at tiltaket er egnet til å fremme «utstедerens og innehavernes felles interesser». For aksjeutstедere vil selskapets og aksjonærfelleskapets interesser være den langsiktige interesse i økonomisk vinning, og at aksjonærene oppnår avkastning på deres investeringer i selskapet.<sup>7</sup> Hva som er et legitimt formål vil for øvrig kunne avhenge av hvilke finansielle instrumenter tiltaket relaterer seg til.

Det vil likevel ikke være tilstrekkelig at tiltaket er motivert ut fra et relevant formål. Det må også foreligge en viss forholdsmessighet mellom fordelene tiltaket vil innebære for utstедer og innehaverne av de finansielle instrumentene samlet sett på den ene siden, og den ulempen tiltaket vil kunne innebære for den enkelte innehaver på den annen side. I denne sammenhengen vil det

<sup>5</sup> Jf. også Knut Bergo, *Børs- og verdipapirrett*, Oslo 2008 s. 126

<sup>6</sup> Finanstilsynet vil imidlertid kunne sanksjonere brudd på forbudet mot urimelige forretningsmetoder i vphl. § 3-9, jf. vphl. § 17-3 (2), som nok etter omstendighetene vil kunne ramme tiltak som krenker likebehandlingsregelen.

<sup>7</sup> Jf. Aarbakke mfl., s. 484.

blant annet være relevant å vurdere hvilke handlingsalternativer utsteder står overfor. Beslutningen vil neppe være saklig dersom det kan oppnås tilnærmet samme gevinst for selskapet med alternative tiltak som innebærer et mindre inngrep i innehavernes rettigheter.<sup>8</sup>

### 3.3 Børsens kontroll med utstedernes etterlevelse av likebehandlingsregelen

Børsen fører i dag tilsyn med etterlevelsen av det verdipapirrettslige likebehandlingsprinsipp i vphl. § 5-14 gjennom den likelydende bestemmelsen i børsens løpende forpliktelser for aksjeutstedere og børsens obligasjonsregelverk. Børsen vil etter gjeldende regler kunne sanksjonere vesentlige brudd med overtredelsesgebyr. Børsstyret har ved to tidligere anledninger ilagt sanksjoner for brudd på likebehandlingsregelen slik denne tidligere fremgikk av børsforskriften, jf. børsstyrets vedtak 25. juni 2003 Choice Hotels Scandinavia ASA (Vedtak og Uttalelser 2003 s. 78) og Børsklagenemndens sak 2/2006 Opticom ASA (Vedtak og Uttalelser 2006 s. 49).

Børsen vil ved håndhevelsen av bestemmelsen være forsiktig med å sette sitt skjønn over det forretningsmessige skjønn og den bransjekunnskap som ligger til grunn for utstedernes finansielle og operative mål.<sup>9</sup> I forlengelse av dette har børsen i tidligere saker uttrykt at man som utgangspunkt ikke vil overprøve selskapets vurdering av rimelighet og saklighet, og i tilfelle bare dersom forskjellsbehandlingen er klart usaklig, grovt urimelig eller der det er tatt utenforliggende hensyn.

I saker hvor det kan stilles spørsmål ved likebehandlingen, vil børsen kunne rette henvendelser til utsteder med forespørsel om utfyllende informasjon om omstendighetene rundt og bakgrunnen for transaksjonen, samt utsteders vurderinger rundt likebehandlingsplikten. I den utstrekning saken relaterer seg til tiltak truffet av selskapets styre, vil børsen normalt også be om fremleggelse av styreprotokoller og annen dokumentasjon fra styrets behandling som relaterer seg til transaksjonen som vurderes. Børsen vil med dette settes bedre i stand til å vurdere styrets behandling av saken, herunder i hvilken grad styret på tidspunktet for de relevante tiltak faktisk var seg bevisst og foretok grundige og forsvarlige vurderinger rundt likebehandlingsspørsmålet, i hvilken grad styret vektla relevante hensyn, styrets vurderinger av handlingsalternativer, styrets bevissthet rundt habilitet<sup>10</sup> mv. Det vil være et viktig element i vurderingen av om disposisjonen er i samsvar med likebehandlingsregelen at spørsmålet har vært gjenstand for en grundig og betryggende saksbehandling innad i selskapet.<sup>11</sup>

Etter at prospektkontrollen gikk over til Finanstilsynet i 2010, har børsens oppfølging særlig vært knyttet opp mot saker der det tilsynelatende foreligger stor grad av forskjellsbehandling mellom eksisterende aksjonærer, og saker der børsen har mottatt klager. I lys av utviklingen de senere år vil børsen fremover ha økt fokus på utstedernes etterlevelse av likebehandlingsregelen.

## 4 Særlig om rettede emisjoner

### 4.1 Generelt

Spørsmål rundt likebehandling oppstår særlig hyppig i forbindelse med rettede emisjoner. Begrepet «rettet emisjon» omfatter i denne sammenheng kapitalforhøyelser i noterte selskaper som rettes

---

<sup>8</sup> Jf. Truyen, «Myndighetsmisbruk i aksje- og allmennaksjeselskaper», *Jussens Venner*, 39/2004 s. 318.

<sup>9</sup> Jf. tilsvarende uttalelse om domstolens prøvelsesrett i forhold til selskapets kommersielle beslutninger i Rt. 2003 s. 335 (avsnitt 14).

<sup>10</sup> Se blant annet børsens uttalelser om betydningen av habilitetsvurderinger i brev av 21.11.2013 vedrørende rettet emisjon i Norwegian Energy Company ASA (Vedtak og Uttalelser 2013 s. 75).

<sup>11</sup> Se i den forbindelse børsens vurderinger rundt likebehandling i forbindelse med delingen av Rem Offshore ASA, (Vedtak og Uttalelser 2010 på s.89), hvor nettopp dette ble vektlagt.

mot navngitte personer, eller kapitalforhøyelser med minstetegning mot en videre krets. For norske selskaper vil en rettet kontantemisjon innebære en tilsidesettelse av aksjonærenes fortrinnsrett etter allmennaksjeloven (asal.) § 10-4. En slik tilsidesettelse av aksjonærenes fortrinnsrett forutsetter generalforsamlingens samtykke, jf. asal. § 10-5. En emisjon kan for norske selskaper besluttes av styret i henhold til fullmakt fra generalforsamlingen. Regelmessig vil en slik fullmakt også åpne for at styret kan tilsidesette aksjonærenes fortrinnsrett, jf. asal. § 10-14.<sup>12</sup>

For selskaper registrert i land utenfor EØS vil det ofte tilligge styret å beslutte forhøyelse av aksjekapitalen innenfor såkalt autorisert aksjekapital. Slike selskaper vil heller ikke nødvendigvis være underlagt regler om fortrinnsrett for aksjonærene. Likebehandlingsregelen vil like fullt sette skranker for gjennomføringen av rettede emisjoner, og oppstille krav om at den ulempen en emisjon vil innebære for eksisterende aksjonærer som får sin forholdsmessige eierandel utvannet, må være saklig begrunnet. Tilsvarende gjelder ved emisjoner mot tingsinnskudd i norske selskaper som faller utenfor det lovfestede kravet om fortrinnsrett i asal. § 10-4.

I utgangspunktet omfatter likebehandlingsregelen både generalforsamlingens beslutninger om gjennomføring av rettede emisjoner, og beslutninger om slike transaksjoner fattet av styret, sistnevnte eventuelt etter fullmakt fra generalforsamlingen. Selv om fullmakten gir styret adgang til å fravike fortrinnsretten, vil det være opp til styret å foreta den endelige vurderingen av om likebehandlingsprinsippet tillater en gjennomføring av en rettet emisjon i det konkrete tilfellet, og i så tilfelle på hvilke premisser.

I praksis vil det ofte være styret som tar stilling til om kapital skal innhentes gjennom en rettet emisjon, enten med bakgrunn i fullmakt eller ved en beslutning der endelig gjennomføring er betinget av generalforsamlingens godkjenning. Likebehandlingsregelen retter seg mot styrende organers «tiltak» i forbindelse med utstedelse av finansielle instrumenter. Etter børsens vurdering vil også styrets forslag til generalforsamlingen om gjennomføring av rettet emisjon utgjøre et slikt «tiltak». Fordi styrets behandling av saken da kommer først i tid, og fordi det normalt vil foreligge mer dokumentasjon rundt begrunnelser og vurderinger opp mot likebehandling enn tilfellet er for en eventuell etterfølgende generalforsamlingsbeslutning, vil børsen i slike situasjoner gjerne ta utgangspunkt i styrets handlinger i vurderingen av om det foreligger et brudd på likebehandlingsregelen.

Vurderingen av om likebehandlingsregelen er krenket i forbindelse med en rettet emisjon må baseres på de konkrete omstendigheter i den aktuelle sak, herunder arten og graden av forskjellsbehandlingen, en avveining av de hensyn som taler for og mot gjennomføringen av transaksjonen, og utsteders saksbehandling. Nedenfor følger imidlertid enkelte utgangspunkter som kan gi veiledning i vurderingen av transaksjonen opp mot likebehandlingsregelen.

#### 4.2 Saklighetskravet

En rettet emisjon vil være egnet til å gi enkelte aksjonærer eller tredjeparter en fordel på bekostning av andre aksjonærer gjennom en utvanning av aksjonærrettigheter. Ved en emisjonsrabatt vil emisjonen også innebære en økonomisk fordel for tegnerne på bekostning av øvrige aksjonærer. En beslutning om å gjennomføre en rettet emisjon vil derfor kreve en saklig begrunnelse, det vil si være begrunnet ut fra hensynet til gevinstmaksimering for aksjonærfelleskapet på lang sikt.<sup>13</sup>

---

<sup>12</sup> For nærmere omtale av saklighetskravet i forbindelse rettet emisjon ved tingsinnskudd se blant annet Gina Bråthen, «Myndighetsmisbruk ved styrets beslutning om rettet emisjon», *NTS 2012-3/4*, s.39 og s.40

<sup>13</sup> Jf. Truyen, *Aksjonærenes myndighetsmisbruk – en studie av asal./asal. § 5-21 og uskrevne myndighetsmisbruksprinsipper*, s. 388.



Videre forutsetter kravet om at beslutningen skal være basert på et saklig og forsvarlig grunnlag, at det er forholdsmessighet mellom de fordeler den rettede emisjonen er egnet til å medføre for selskapet og aksjonærfellesskapet, og de ulemper som påføres den enkelte aksjeeier ved utvanning av deres aksjonærrettigheter. Beslutningstaker må i den forbindelse ta stilling til om tilnærmet samme gevinst for selskapet kan oppnås med andre finansieringsalternativer som innebærer et mindre inngrep i aksjonærenes rettigheter. Hvor strenge krav som stilles til saklighetsvilkåret for øvrig vil kunne variere noe avhengig av art og grad av forfordeling emisjonen medfører.

Det vil i forbindelse med rettede emisjoner normalt være selskapet som har bevisbyrden for at saklighetsvilkåret er oppfylt.<sup>14</sup> Selskapets begrunnelse for å gjennomføre en rettet emisjon vil være et viktig element i denne sammenheng. Børsen anmoder om at slik begrunnelse offentliggjøres. Tilsvarende følger det av Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse at styrets fravikelse av fortrinnsrett etter fullmakt bør offentliggjøres i børsmelding i forbindelse med offentliggjøringen av emisjonen.<sup>15</sup> I prospektpliktige transaksjoner vil også begrunnelsen måtte inntas i prospektet.<sup>16</sup> Oslo Børs vil ved en eventuell kontroll med etterlevelsen av likebehandlingsregelen i løpende forpliktelser pkt. 2.1, be om begrunnelsen for fravik fra utgangspunktet om likebehandling i forbindelse med transaksjonen.

Mangelfull begrunnelse i det konkrete tilfeller vil kunne underbygge at det ikke foreligger tilstrekkelig grunn for forskjellsbehandling, herunder at det ikke er foretatt tilstrekkelig vurderinger av alternative strukturer for kapitalinnhenting. Kravet til saklig begrunnelse vil gjelde både i forhold til tilside-settelsen av organisatoriske rettigheter gjennom utvanning av forholdsmessig eierandel, og i forhold til en eventuell økonomisk fordel som gis til tegneren ved utstedelse av aksjer til favørkurs. Som tidligere nevnt vil det da være forholdene og de vurderinger som lå til grunn på tidspunktet da beslutningen om å gjennomføre den rettede emisjonen ble fattet, som er sentrale i vurderingen av om det foreligger brudd på likebehandlingsregelen.

#### 4.2.1 Emisjoner rettet mot henholdsvis nye og eksisterende aksjonærer

Emisjoner kan rettes mot et utvalg eksisterende aksjonærer, både eksisterende aksjonærer og nye investorer eller kun nye investorer. Sistnevnte kan for eksempel omfatte emisjoner rettet mot ansatte og tillitsvalgte med mål om å oppfordre til videre innsats og lojalitet, eller nye investorer som besitter aksjonærkvaliteter som kan bidra til å styrke selskapet på lengre sikt, herunder langsiktige, strategiske og finansielt sterke investorer som kan bidra ved fremtidig kapitalbehov, eller strategiske allianser.

Likebehandlingsregelen retter seg både mot tiltak som er egnet til å gi en urimelig fordel til utvalgte eksisterende aksjonærer, og tiltak som er egnet til å gi en urimelig fordel til tredjepersoner på eksisterende aksjonærers bekostning. I begge tilfeller må disposisjonen være saklig begrunnet i selskapets og aksjonærfellesskapets felles interesse. Utsteder vil normalt ha et visst styringsrom med hensyn til vurderingen av om forretningsmessige disposisjoner mot tredjepersoner er i selskapets og aksjonærenes felles interesse. Saklighetskriteriet vil imidlertid skjerpes der emisjonen innebærer en økonomisk fordel for tegneren på bekostning av selskapets aksjonærer ved at det gis en betydelig emisjonsrabatt, eller dersom emisjonen innebærer en stor grad av direkte utvanning av eksisterende aksjonærer, og særlig der denne medfører endringer i maktbalansen. Videre skjerpes kravet til saklighet der likhetsprinsippet krenkes, dvs. der emisjonen helt eller delvis rettes mot enkelte utvalgte eksisterende aksjonærer.<sup>17</sup>

---

<sup>14</sup> Jf. Truyen, s. 389

<sup>15</sup> Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse utgitt 23. oktober 2012, 7. utgave, pkt. 4.

<sup>16</sup> Jf. Kommisjonsforordning (EF) nr. 809/2004 (prospektforordningen), vedlegg III, pkt. 5.3.3.

<sup>17</sup> Jf. Truyen, s. 388.

En skjerpelse av saklighetskriteriet i ovennevnte situasjoner innebærer blant annet et skjerpet krav til hva som vil være den forventede økonomiske fordel for selskapet ved gjennomføringen av transaksjonen, og et skjerpet krav til vurderingen av alternative beslutninger. Ved en emisjon som rettes mot utvalgte eksisterende aksjonærer, og som dermed innebærer et brudd på likhetsprinsippet, vil det kunne foreligge brudd på likebehandlingsbestemmelsen dersom lignende fordeler for selskapet kan oppnås ved en mer begrenset krenkelse av likhetsprinsippet (for eksempel gjennom fremmedfinansiering eller en fortrinnsrettsemisjon), eller dersom dette ikke er situasjonen, ved reparerende tiltak. I en slik situasjon bør selskapet kunne påvise vesentlige svakheter ved alternative finansieringsløsninger.<sup>18</sup>

#### 4.2.2 Fastsettelse av emisjonskurs

En rettet emisjon med en emisjonskurs som avviker fra aksjenes verdi vil etter omstendighetene kunne innebære en overføring av økonomiske verdier til tegnerne på bekostning av aksjonærer som ikke får anledning til å tegne seg. En slik forfordeling forutsetter en saklig begrunnelse. Ved kontantemisjoner vil aksjekursen i perioden før emisjonen offentliggjøres i markedet, i de fleste sammenhenger være et relevant og praktisk håndterbart utgangspunkt for kvantifiseringen av avviket.

Ett av kriteriene i saklighetsvilkåret vil være at beslutningen om den rettede emisjonen er truffet ut fra hensynet til gevinstmaksimering for aksjonærfelleskapet. Dette tilsier at kursen ved en rettet emisjon settes til det maksimale beløp som er mulig å oppnå sett i lys av omstendighetene ved emisjonen og formålet med denne.<sup>19</sup> For børsen vil det derfor i vurderingen av en rettet emisjon opp mot likebehandlingsregelen være av betydning hvordan emisjonskursen er fastsatt. Ved kontantemisjoner kan for eksempel avvik fra markedsverdi lettere aksepteres som saklig, dersom kursen fastsettes gjennom en forsvarlig og bred bookbuilding som reflekterer det markedsaktørene er villig til å tegne seg for i emisjonen.

Når det gjelder situasjoner hvor selskaper er i en akutt finansiell situasjon vil ofte utsteder være avhengig av å fastsette emisjonskursen gjennom forhandlinger med enkelte potensielle tegnere, og et større avvik vil her eventuelt kunne saklig begrunnes i at selskapet mangler handlingsalternativer, samt eventuelt risikopåslag. Styret vil her måtte tilstrebe å oppnå beste mulige kurs ut fra situasjonen og de alternativer de står overfor.

#### 4.2.3 Formålet med emisjonen

En rettet emisjon begrunnet i et ønske om eller behov for tilførsel av kapital, kan omfatte situasjoner hvor et selskap er i akutt likviditetskrise, tilfeller der selskapet trenger kapital på kort varsel for å finansiere en forretningsmulighet, eller utnyttelse av et vindu for rask kapitalinnhenting til gunstig kurs uten spesifiserte formål.

Utstedere som er i akutt likviditetskrise, og som er i eller står i fare for å misligholde låneforpliktelser, vil ha et visst styringsrom når det gjelder hvilke tiltak som er nødvendig for å avverge illikviditet. Styret vil likevel ha en plikt til å vurdere alternative tiltak både opp mot den utvanningen av organisatoriske rettigheter emisjonen innebærer, og i forhold til en eventuell emisjonsrabatt/avvik mellom fastsatt emisjonskurs og aksjens markedsverdi.

---

<sup>18</sup> Jf. også Truyen, s. 395.

<sup>19</sup> Jf. også Truyen, s. 395.

Børsen erfarer ellers at selskaper i akutte økonomiske vanskeligheter gjerne viser til betingelser stilt av investorer og kreditorer som forutsetning for å bidra, og som relaterer seg til emisjonskurs, tegningsomfang og etterfølgende eierandel, adgangen for (øvrige) eksisterende aksjonærer til å tegne seg, mv. Børsen har forståelse for at utstedere kan komme i vanskelige dilemmaer i situasjoner der selskapet er avhengig av å etterkomme for eksempel en større aksjonærs betingelser for å gjennomføre en redningsaksjon med vedkommende aksjonærs støtte. Likevel går det etter børsens syn en grense for hva styret på vegne av aksjonærfelleskapet kan akseptere av slike betingelser fra enkeltaksjonærer, kreditorer og andre i forhold til kravet om likebehandling. Hvor denne grensen går, må nødvendigvis underlegges en konkret vurdering. Børsen har for eksempel vært av den oppfatning at styrets aksept av en aksjonærs krav om tildeling av emisjonsaksjer i forkant av generalforsamling for å sikre vedtakelse av refinansiering, er i strid med likebehandlingsregelen.<sup>20</sup>

En rettet emisjon for å finansiere konkrete forretningsmuligheter kan etter omstendighetene være saklig begrunnet i selskapets og aksjonærfelleskapets interesse. Her vil imidlertid styringsrommet for forskjellsbehandling normalt være noe mindre enn i de ovennevnte tilfeller. Dette fordi situasjonen sjelden vil være like akutt, de økonomiske fordelene mer usikre og/eller selskapet vil stå overfor flere mulige finansieringsalternativer. Det vil raskt bli stilt spørsmål ved om de økonomiske fordelene ved å gjennomføre en rettet emisjon i disse tilfellene, kan oppveie en vesentlig endring av maktbalansen og/eller krenkelse av likhetsprinsippet ved at enkelte utvalgte eksisterende aksjonærer får delta.

Når det gjelder emisjoner som ikke er forankret i et konkret finansieringsformål og som gjennomføres for å utnytte en gunstig kurs eller et godt markedssentiment, vil styringsrommet for forskjellsbehandling være enda mindre. Når det er sagt vil også en slik emisjon etter omstendighetene kunne være saklig begrunnet i selskapets og aksjonærfelleskapets felles interesser, i egenskap av å være en effektiv og fleksibel kilde til kapital med lave transaksjonskostnader.

Emisjoner som de sistnevnte gjennomføres ofte som mindre emisjoner hvor antallet aksjer som utstedes utgjør mindre enn 10 % av aksjekapitalen for dermed å unngå kravet til noteringsprospekt.<sup>21</sup> Erfaringsvis ligger emisjonskursen i disse transaksjonene tett opp mot aksjens omsetningsverdi før offentliggjøring av den rettede emisjonen. Både det forhold at emisjonen er liten, og at det er liten grad av avvik mellom emisjonskurs og aksjens omsetningsverdi, har betydning for forholdsmessighetsvurderingen. Utvanningen vil da være begrenset, og eksisterende aksjonærer vil enklere kunne opprettholde sin eierandel gjennom erverv i markedet. Det er likevel ikke slik at man med dette befinner seg utenfor kravet til saklig begrunnelse. Aksjonærers mulighet til å opprettholde sin eierandel gjennom erverv i markedet vil blant annet kunne avhenge av aksjens likviditet og vil kunne påvirkes av etterfølgende hendelser. Videre vil de som tilbys å tegne seg i emisjonen få anledning til dette uten at det medfører omkostninger, i tillegg til at selskapet bærer kostnadene ved gjennomføringen av transaksjonen. Dette i motsetning til aksjonærer som ved handel i markedet for å motvirke utvanning vil måtte bære egne transaksjonskostnader.

#### 4.3 Særlig om reparasjonsemisjoner

Ofte velger selskapene ved rettede emisjoner av et visst omfang, å gjennomføre en såkalt reparasjonsøvelse hvor formålet er å reparere utvanningseffekten og den eventuelt økonomiske forfordelingen som den rettede emisjonen innebærer for eksisterende aksjonærer som ikke er gitt anledning til å tegne seg.

---

<sup>20</sup> Se børsens brev av 11.03.2014 vedrørende rettet emisjon i Songa Offshore SE.

<sup>21</sup> Jf. vphl § 7-5 nr. 1.

I børsens vurdering av om det foreligger en urimelig forskjellsbehandling, vil reparative tiltak som en reparasjonsemisjon etter omstendighetene vektlegges. Dersom styret samtidig med forslaget eller beslutningen om å gjennomføre en rettet emisjon, legger frem et forslag om en reparasjonsemisjon med formål å reparere effekten av den første emisjonen vil dette kunne ha betydning for forholdsmessighetsvurderingen. Reparasjonsøvelsen vil kunne medføre at krenkelsen av eksisterende aksjonærs organisatoriske og/eller økonomiske rettigheter totalt sett blir redusert, noe som igjen får betydning for om man er innenfor kravet til saklighet.

Om en reparasjonsemisjon er et relevant og/eller nødvendig tiltak, og om og eventuelt hva som skal til for at en reparasjonsemisjon kan ha en tilstrekkelig reparerende effekt må vurderes konkret i hvert enkelt tilfelle. Reparasjonsemisjoner får særlig betydning som et reparerende tiltak der den rettede emisjonen innebærer en forskjellsbehandling mellom eksisterende aksjonærer. Som et utgangspunkt må reparasjonsøvelsen da gjennomføres så raskt som mulig etter den rettede emisjonen, til samme kurs og tilby et antall aksjer som medfører at øvrige aksjonærer ikke utvannes i forhold til de aksjonærene som fikk delta i den rettede emisjonen. Det kan imidlertid etter omstendighetene være saklig grunn til å fravike dette utgangspunktet.

I enkelte tilfeller vil heller ikke en full reparasjonsemisjon til samme kurs, være egnet og/eller tilstrekkelig til å unngå brudd på likebehandlingsbestemmelsen. Det at de to emisjonene gjennomføres på forskjellige tidspunkter, og etter forskjellige metoder vil etter de konkrete omstendighetene kunne medføre at det ene tilbudet har fordeler eller ulemper det andre ikke har utover pris og antall aksjer. Det må derfor gjøres en konkret vurdering av selskapets situasjon, behov og alternative muligheter til kapitalinnhenting som ikke medfører forskjellsbehandling, for å vurdere hvorvidt en reparasjonsøvelse medfører en tilstrekkelig reparasjon av forskjellsbehandlingen av disse aksjonærene.

Som nevnt skjerpes kravet til saklighet i tilfeller hvor det foreligger en forskjellsbehandling av eksisterende aksjonærer, herunder til styrets vurdering av alternative tiltak som vil innebære en mer begrenset krenkelse av likebehandlingsprinsippet. Dette innebærer etter børsens oppfatning at der en rettet emisjon mot utvalgte eksisterende aksjonærer kan forsvares for eksempel ut fra et akutt likviditetsbehov, også etter at andre finansieringsalternativer er vurdert, vil styret likevel være forpliktet til å vurdere å fremme forslag om/beslutte gjennomføring av en påfølgende reparasjonsemisjon for å begrense forskjellsbehandlingen. Som et utgangspunkt vil styret også i slike tilfeller måtte saklig begrunne et eventuelt fravær av et slikt tiltak, eller en eventuell begrensning av en reparasjonsøvelse i forhold til utgangspunktet om omfang, rask gjennomføring og identisk kurs. Det er i denne sammenheng viktig å bemerke at en reparasjonsemisjon ikke erstatter styrets plikt til å vurdere om det eksisterer tilfredsstillende alternative finansieringsmåter som totalt sett vil innebære en mindre grad av forskjellsbehandling av aksjonærene enn en rettet emisjon med en påfølgende reparasjonsemisjon.

### **1.3 Børssirkulære 3/2014: Revidert utgave av Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse**

Norsk utvalg for eierstyring og selskapsledelse (NUES) offentliggjorde 30. oktober 2014 en revidert utgave av den norske anbefalingen for god eierstyring og selskapsledelse.

Anbefalingen er tilgjengelig på norsk og engelsk og kan lastes ned fra NUES' hjemmeside, [www.nues.no](http://www.nues.no). Anbefalingen foreligger også i trykket versjon. Denne kan bestilles ved henvendelse til [info@nues.no](mailto:info@nues.no) eller [notering@oslobors.no](mailto:notering@oslobors.no).

Selskapene bør rapportere i henhold til den nye anbefalingen fra og med årsberetningen for 2014.

#### Endringer siden anbefalingen fra 2012

Den forrige utgaven av anbefalingen ble gitt ut 23. oktober 2012. I juni 2014 kunngjorde NUES utkast til endringer, og oppfordret alle interessenter til å komme med kommentarer til og synspunkter på endringsforslagene. NUES fastsatte 30. oktober 2014 følgende endringer i anbefalingen:

- **Kapittel 3 om selskapskapital og utbytte**  
Fra 1. juli 2013 ble det adgang for generalforsamlingen til å gi styret fullmakt til å dele ut utbytte. Anbefalingen går ut på at forslag om slik fullmakt bør begrunnes. I kommentaren er det beskrevet hva begrunnelsen blant annet bør inneholde og at fullmakt bør gjenspeile utbyttepolitikken i selskapet.
- **Kapittel 7 om valgkomité**  
Det er gitt en anbefaling om den kontakten valgkomiteen bør ha med aksjeeiere, styremedlemmene mv. i arbeidet med å foreslå kandidater til styret. Videre er det anbefalt at man bør legge til rette for at aksjeeierne kan foreslå kandidater overfor valgkomiteen.
- **Kapittel 8 om bedriftsforsamling og styre, sammensetning og uavhengighet**  
Anbefalingen er ikke endret, men i kommentaren er det angitt at det er aksjeeierne som bør velge styremedlemmer (med unntak av ordning med bedriftsforsamling og de styremedlemmene som velges av ansatte).
- **Kapittel 12 om godtgjørelse til ledende ansatte**  
Anbefalingen går ut på at lederlønnserklæringen skal være et eget saksdokument til generalforsamlingen. Videre er det anbefalt at retningslinjene for lederlønn klart angir hvilke av dem som skal være veiledende og hvilke som eventuelt skal være bindende (aksjeverdibasert godtgjørelse). På grunnlag av denne oppdelingen er det anbefalt at generalforsamlingen stemmer separat over de to delene av retningslinjene.

I tillegg er notene ajourført i henhold til lover og forskrifter pr. 1. oktober 2014.

#### Børsens krav til årlig redegjørelse

Selskaper notert på Oslo Børs og Oslo Axess skal i følge pkt. 7.1 i Løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper gi en samlet redegjørelse for selskapets eierstyring og selskapsledelse i årsberetningen eller i dokument det er henvist til i årsberetningen. Redegjørelsen skal omfatte hvert enkelt punkt i anbefalingen. Dersom Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse ikke er fulgt, skal avviket begrunnes og det skal redegjøres for hvordan selskapet har innrettet seg på annen måte.

Utenlandske og sekundærnoterte selskaper kan gi redegjørelse i forhold til tilsvarende anbefaling som gjelder i den stat der selskapet er registrert eller på selskapets primærmarked.

I henhold til pkt. 7.2 i Løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper skal selskapet dessuten sikre at den årlige redegjørelsen også omfatter opplysningene som er påkrevd etter regnskapsloven § 3-3 b. Dersom redegjørelsen gis i et dokument det er henvist til i årsberetningen, må dette dokumentet i sin helhet offentliggjøres senest samtidig med offentliggjøringen av årsrapporten.

Oslo Børs' krav vedrørende eierstyring og selskapsledelse er nærmere omtalt på børsens hjemmeside, <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Notering/Eierstyring-og-selskapsledelse/Krav-fra-boersen>.

#### Norsk Utvalg for Eierstyring og Selskapsledelse

Norsk Utvalg for Eierstyring og Selskapsledelse (NUES) som utgir anbefalingen oppdaterer og reviderer anbefalingen ved behov. Grunnlaget for oppdateringer er endringer i lover og regler, erfaringer og tilbakemeldinger fra brukere av anbefalingen, samt den internasjonale utviklingen på området.

Henvendelser og innspill vedr. anbefalingen kan rettes til [info@nues.no](mailto:info@nues.no). For øvrig vises det også til NUES webside, [www.nues.no](http://www.nues.no).

#### 1.4 Børssirkulære 4/2014: Endringer i priser for førstehåndsmarkedet på Oslo Børs, Oslo Axess og Nordic ABM

Det vil fra 1. januar 2015 bli foretatt følgende justeringer i avgiftene for obligasjoner og sertifikater notert på Oslo Børs og Nordic ABM, samt for aksjer, egenkapitalbevis og tegningsretter notert på Oslo Børs og Oslo Axess.

##### 1. Obligasjoner og sertifikater notert på Oslo Børs og Nordic ABM

###### Kursnoteringsavgift

Oslo Børs har besluttet å justere den årlige kursnoteringsavgiften, inkludert minimumsavgift og maksimumsavgift pr ISIN, samt maksimumsavgift pr låntager pr år.

Som følge av dette vil nye avgifter være:

Type avgift		Notert kapital	Min. avgift (kr)	Maks. avgift (kr)
Kursnoteringsavgift	Avgift for første lån <sup>a)</sup>	Kr 58,50 pr mill kr i restgjeld (pr ISIN)	6 185	46 340
	Avgift for etterfølgende lån	Kr 39,50 pr mill kr i restgjeld (pr ISIN)	4 640	34 760
	Avgift dersom låntager har noterte aksjer/egenkapitalbevis <sup>b)</sup>	Kr 39,50 pr mill kr i restgjeld (pr ISIN)	4 640	34 760
	Maks. avgift pr låntager pr år			449 900

- a) Det lånet som til enhver tid vil være det første lånet tatt opp til notering på Oslo Børs eller Nordic ABM.
- b) For låntager som har aksjer eller egenkapitalbevis notert er kursnoteringsavgiften kr 39,50 pr mill kr i restgjeld for alle obligasjonslån.

###### Registreringsavgift - obligasjoner

Oslo Børs har besluttet å justere registreringsavgiften for obligasjoner som noteres på Oslo Børs og Nordic ABM. I tillegg innføres det egen registreringsavgift for obligasjoner som er sikret med pant eller garantist.

Registreringsavgift for obligasjoner sikret med pant eller garantist settes til to ganger registreringsavgift for "andre lån". For obligasjoner som er sikret med både pant og garantist, settes avgiften til tre ganger registreringsavgift for "andre lån". "Andre lån" er definert som obligasjoner av annen type enn "ordinære senior bankobligasjoner, ordinære obligasjoner med fortrinnsrett, og andre særskilt standardiserte obligasjoner etter Oslo Børs' vurdering".

Avgiften vil ikke påløpe for obligasjoner sikret med pant hvor det foreligger tredjepartsvurdering med tilstrekkelig informasjon om pantet etter Børsens vurdering.

Avgiften vil heller ikke påløpe for obligasjoner som er garantert av stat eller kommune.

Registreringsavgiften er en engangsavgift som påløper ved opptak til notering av obligasjonslån.

Som følge av dette vil nye avgifter være:

Type avgift	Type lån	Avgift (kr)
Registreringsavgift for obligasjoner	Lån med særskilt standardiserte vilkår <sup>a)</sup>	3 210
	Andre lån <sup>b)</sup>	5 350
	Lån med pant <u>eller</u> garantist	10 700
	Lån med pant <u>og</u> garantist	16 050

- a) Ordinære senior bankobligasjoner, ordinære obligasjoner med fortrinnsrett, og andre særskilt standardiserte obligasjoner etter Børsens vurdering.
- b) Obligasjoner av annen type enn som angitt i punkt a).

#### Registreringsavgift – sertifikater

Oslo Børs har besluttet å justere den månedlige registreringsavgiften for sertifikater, samt det maksimale beløpet for hele sertifikatets løpetid.

Som følge av dette vil nye avgifter være:

Type avgift	Notert kapital	Avgift (kr)	Maks. avgift (kr)
Registreringsavgift for sertifikater	Pr. mnd. (maks. pr. lån)	585	5 850

#### Kontrollavgift og øvrige avgifter

Oslo Børs har besluttet å justere kontrollavgiften for lånedokumentasjon. I tillegg innføres det en egen avgift for kontroll av virksomhetsbeskrivelse som utarbeides i henhold til ABM-reglene punkt 2.7.2.2 (1) nr. 2. Øvrige avgifter justeres som nevnt nedenfor.

Som følge av dette vil nye avgifter være:

Type avgift	Verdipapir		Avgift (kr)
Kontrollavgift (avgift pr dokument)	Lånebeskrivelse for lån med særskilt standardiserte vilkår <sup>a)</sup>		13 000
	Lånebeskrivelse <sup>b)</sup>		15 000
	Låntagerbeskrivelse <sup>c)</sup>		45 000
	Virksomhetsbeskrivelse <sup>d)</sup>		20 000
Øvrige avgifter	Endring av selskapsnavn	Pr låntager	5 175
	Endring av ticker-kode	Pr ISIN	5 175



		Maks avgift pr låntager <sup>e)</sup>	15 525
	Søknader om dispensasjon fra børsens løpende forpliktelser		10 350
	Flytting av lån mellom Nordic ABM og Oslo Børs		10 350
	Regelverk kurs <sup>f)</sup>		Etter avtale

- a) Ordinære senior bankobligasjoner, ordinære obligasjoner med fortrinnsrett, og andre særskilt standardiserte obligasjoner etter Oslo Børs' vurdering.
- b) Obligasjoner av annen type enn som angitt i punkt a)
- c) Utarbeidet iht. ABM-reglene punkt 2.7.2.3
- d) Utarbeidet iht. ABM-reglene punkt 2.7.2.2. (1) nr 2
- e) Hvis låntager har andre instrumenter notert på Oslo Børs' markedsplasser, vil det påløpe en maks. avgift på kr 20 700.
- f) Børsen tilbyr bedriftstilpassede regelverkskurs på forespørsel.

## 2. Aksjer, egenkapitalbevis og tegningsretter m.m. notert på Oslo Børs og Oslo Axess

### Introduksjonsavgift for aksjer og egenkapitalbevis

Oslo Børs har besluttet å endre introduksjonsavgiften ved notering av aksjer og egenkapitalbevis som følger:

Introduksjonsavgift	Verdipapir	Notert kapital	Fast avgift (kr )	Maks. avgift (kr )
Oslo Børs (ordinær prosess)	Aksjer/ egenkapitalbevis	Kr 530 pr mill kr i markedsverdi	496 500	1 026 000
Oslo Axess (ordinær prosess)	Aksjer	Kr 530 pr mill kr i markedsverdi	442 000	971 000

For fleksible noteringsprosesser vil introduksjonsavgiften fortsatt utgjøre to ganger introduksjonsavgift ved ordinær prosess, ref. ovenfor.

Fakturering av introduksjonsavgift etter innsendelse av redegjørelse endres til kr 160 700 for ordinær prosess og kr 321 400 ved fleksibel prosess. Tilsvarende beløp faktureres ved søknad om børsnotering/oppdatert redegjørelse, uavhengig om børsnoteringsprosessen fullføres eller ikke. Disse beløpene går til fradrag i introduksjonsavgiften ved en eventuell notering.

For selskaper som pålegges å sende revidert søknad (revidert oppdatert redegjørelse i fleksible noteringsprosesser) innføres det nå en ekstra introduksjonsavgift på inntil kr 200 000.

For fast track-noteringsprosesser endres introduksjonsavgiften til kr 2 800 000.

Ekstra introduksjonsavgift som påløper ved notering av aksjer knyttet til "tildelingsretter før utstedelse" iht. pkt. 2.5.2 i opptaksreglene (såkalte "if issued", "if delivered" og tilsvarende), endres til kr 321 400, hvorav halvparten faktureres ved innledende møte, og halvparten ved notering.

Avgift for behandling av søknad om fristutsettelse for første noteringsdag endres til kr 27 600.

Avgift som påløper ved fusjon, fisjon og andre vesentlige endringer i henhold til løpende forpliktelser pkt. 12.1 (3), jfr. pkt. 12.2 og pkt. 12.3, der Oslo Børs pålegger selskapet å sende inn et dokument som innholdsmessig tilfredsstillende kravene til søknad om notering (jfr. pkt. 3.4 i børsens opptaksregler), endres til kr 236 100.

Avgiften for det obligatoriske introduksjonskurset i forbindelse med børsnotering holdes uendret.

*Årlig kursnoteringsavgift, overføringsavgift og avgift for dokumentkontroll m.m.*

For 2015 fastsettes årlig kursnoteringsavgift til kr 72 pr million kr i markedsverdi for selskaper notert på Oslo Børs og Oslo Axess. Minimums- og maksimumsavgiften settes til hhv. kr 160 000 og kr 1 180 000.

Overføringsavgiften for Oslo Axess selskaper som søker notering på Oslo Børs endres til kr 236 100, hvorav halvparten påløper ved søknad og resten ved notering.

Ved fisjon, samt ved fusjon eller andre vesentlige endringer i henhold til løpende forpliktelser pkt. 12.1 (3), jfr. pkt. 12.2 og pkt. 12.3 påløper det en avgift for børsens kontroll av selskapets redegjørelse for fortsatt notering. For redegjørelse for fortsatt notering blir de justerte avgiftene som følger:

- Kr 15 500 for ordinære redegjørelser.
- Kr 56 800 for redegjørelser som omfatter domisilskifte.
- Kr 113 700 for redegjørelser som omfatter vesentlige restruktureringer som scheme of arrangements og tilsvarende.

For tegningsretter endres kursnoteringsavgiften til kr 26 900.

Avgift ved endring av selskapsnavn og/eller ticker justeres til kr 15 500. For utsteder som har flere instrumenter notert på Oslo Børs' markedsplasser er maks avgiften kr 20 700.

Kontrollavgift i forbindelse med søknad om dispensasjon fra børsens løpende forpliktelser, som dispensasjon fra krav om utvidet melding og/eller informasjonsdokument, endres til kr 10 350. Samme avgift vil påløpe i forbindelse med søknader om forlenget frist for offentliggjøring av utvidet melding og/eller informasjonsdokument.

Avgift for kontroll av informasjonsdokument endres til kr 62 000. For kontroll av tilbud og tilbudsdokumenter endres kontrollavgiften til kr 187 500 pr tilbud, pluss kr 64,30 pr mill kr i markedsverdi (for de aksjene som omfattes av tilbudet), tilsammen maksimalt kr 321 400. Behandling av søknad om reduksjon av garanti endres til kr 21 500 for hver søknad.

For kontroll av tilbud og tilbudsdokumenter som er gjenstand for delt lovvalg (jf.vphl og takeover-direktivet), tilfeller der tilbudet/tilbudsdokumentet skal kontrolleres av tilbudsmyndighet i annet land og/eller tilbud med oppgjør i annet enn pengevederlag, vil det påløpe en ekstraavgift på kr 53 600 for børsens kontroll. Samme ekstraavgift påløper ved tvungen overføring kombinert med pliktig tilbud. Endring av tilbud skal godkjennes av Oslo Børs som tilbudsmyndighet. Kontrollavgift på kr 21 500 vil påløpe pr endring.

Etter justeringene vil nye avgifter være som følger:

Type avgift	Verdipapir	Notert kapital	Min. avgift (kr)	Maks. avgift (kr)
Kursnoteringsavgift (årlig avgift)	Aksjer/egenkapitalbevis	Kr 72 pr mill kr i markedsverdi	160 000	1 180 000
	Tegningsretter	-	26 900	26 900
Kontrollavgift (avgift pr dokument)	Informasjonsdokument	-	62 000	62 000
	Redegjørelse for fortsatt notering	-	15 500	113 700
	Tilbud og tilbuds-dokumenter	Kr 64,30 pr mill kr i markedsverdi	187 500	321 400
	Ekstraavgift ved tilbud med delt lovvalg mm	-	53 600	53 600
	Ekstraavgift ved endring av tilbud	-	21 500	21 500
Øvrige avgifter	Endring av selskapsnavn og/eller ticker		15 500	20 700
	Søknader om dispensasjon fra børsens løpende forpliktelser	-	10 350	10 350

#### *Registreringsavgift for aksjer og tegningsretter*

For gjennomførte aksjeemisjoner med emisjonsproveny på inntil kr 26,25 mill blir registreringsavgiften som følger:

Emisjonsproveny	Avgift
Opptil kr 1 mill	kr 1 050
Fra kr 1 mill – kr 5 mill	kr 5 250
Fra kr 5 mill – kr 10 mill	kr 12 600
Fra kr 10 mill – kr 26,25 mill	kr 26 250

For øvrige emisjoner etter notering holdes avgiftssatsen på 1 promille (0,1 %) av provenyet uendret. Maksimal registreringsavgift justeres til kr 400 000.

For tegningsretter økes registreringsavgiften til kr 14 500.

#### *3. Avgifter børshandlede fond (ETF'er)*

Introduksjonsavgiften og den årlige noteringsavgiften for ETF-er holdes uendret.

\*\*\*\*\*

Øvrige avgifter for førstehåndsmarkedet forblir uendret.

En oppdatert prislister vil bli offentliggjort på [www.oslobors.no](http://www.oslobors.no) senest 1. januar 2015.

## 1.5 Børssirkulære 5/2014: Endringer i aksjeutstederreglene for Oslo Børs og Oslo Axess

### 1 Innledning

Vedlagt er endringer i følgende regelsett vedtatt av Oslo Børs 10. desember 2014:

- (i) Opptaksregler for aksjer på Oslo Børs
- (ii) Opptaksregler for aksjer på Oslo Axess

Børsen har besluttet å fjerne opptakskravet knyttet til prekommersialitet. For øvrig gjøres det noen endringer i reglene for å tydeliggjøre hvilke opplysninger som skal gis for å sikre oppfyllelse av de allerede gjeldende skikkethetskravene for medlemmer av selskapets ledelse og styremedlemmer. De vedtatte endringene er nærmere beskrevet i pkt. 3 nedenfor.

Det innføres ikke et eksplisitt krav om skikkethet for aksjeeiere med betydelig eierandel. Som det fremgår av pkt. 2 nedenfor vil betydelige eieres skikkethet likevel heretter inngå i den generelle egnethetsvurderingen som gjøres ved opptak av selskaper til notering.

Videre er det i pkt. 4 nedenfor inntatt en generell redegjørelse for hva børsen i dag legger vekt på i forbindelse med vurderingen av skikkethet for styre og ledelse.

De reviderte reglene trer i kraft 12. januar 2015.

### 2 Skikkethetskrav for aksjeeiere med betydelig eierandel eller kontroll

Oslo Børs har vurdert innføring av et nytt opptakskrav knyttet til skikkethet for aksjeeiere med eierandel på mer enn 1/3 av stemmene eller utstedte aksjer i søkerselskapet. Forslaget ble sendt på høring 27. oktober i år. Blant annet på grunn av tilbakemeldinger i høringsrunden har børsen besluttet ikke å innføre en eksplisitt bestemmelse om dette.

Oslo Børs vil likevel heretter med hjemmel i opptaksreglene pkt. 2.1.1 ta i betraktning betydelige eieres skikkethet som en del av den generelle egnethetsvurderingen som gjøres ved opptak av selskaper til notering. Kvalifiserte negative forhold ved betydelig aksjonær kan således få betydning for hvorvidt selskapet anses å være egnet for notering. Dette til tross for at selskapet isolert sett oppfyller alle øvrige opptakskrav. I denne sammenheng vil det være naturlig å se hen til de premisser som gjelder for skikkethet av styremedlemmer og ledelse, uten at vurderingen av disse nødvendigvis vil være sammenfallende.

### 3 Nærmere om de vedtatte endringer

#### 3.1 Notering av prekommersielle selskaper på Oslo Børs

Det følger av *Opptaksregler for aksjer på Oslo Børs* pkt. 2.3.4 første ledd at «*Hoveddelen av selskapets virksomhet skal på tidspunkt for søknad om børsnotering ikke være i en prekommersiell fase. Ved vurderingen av om hoveddelen av selskapets virksomhet er i en prekommersiell fase skal det blant annet legges vekt på virksomhetens karakter og i hvilken grad selskapet har hatt driftsinntekter fra hoveddelen av virksomheten.*» I henhold til samme bestemmelse andre ledd kan børsen «i særlige tilfelle gjøre unntak fra første ledd».

Videre følger det av *Opptaksregler for aksjer på Oslo Børs* pkt. 2.2.3 annet ledd at «*Dersom selskapet søker dispensasjon fra kravet i pkt. 2.3.4, må det dokumenteres sikker tilgang til likvide midler til å*

*kunne drive videre i 18 måneder fra planlagt noteringstidspunkt innenfor planlagt virksomhetsomfang.»*

Bestemmelsene knyttet til prekommersialitet er vedtatt fjernet. Dette innebærer at prekommersielle selskaper, uavhengig av bransje/sector vil kunne noteres på Oslo Børs, forutsatt at øvrige opptakskrav er oppfylt. Fjerning av pkt. 2.3.4 medfører at pkt. 2.3.5-2.3.8 blir pkt. 2.3.4-2.3.7.

Direktiv 2001/34/EF (opptaksdirektivet), relevante lover eller forskrifter knyttet til børsnotering inneholder ikke reguleringer som innebærer at et selskap som tas opp til notering på regulert marked eller børs skal være nådd kommersiell fase. Det følger imidlertid av Børsforskriften § 4 at: «*Ved avgjørelsen skal det også legges vekt på selskapets økonomi og andre forhold av betydning for om aksjene er egnet til børsnotering*». «Andre forhold av betydning» er ikke definert hverken i opptaksdirektivet eller børsforskriften, men kravet om at selskapet har nådd en kommersiell fase er tidligere vurdert som hensiktsmessig ved opptak til notering på Oslo Børs.

For ordens skyld nevnes det at opptakskravet om at selskap som noteres på Oslo Børs må ha drevet hoveddelen av sin virksomhet i minst 3 år fra søknadstidspunktet videreføres. Tilsvarende gjelder opptakskravet om at selskapet må sannsynliggjøre at de fra planlagt noteringstidspunkt har tilstrekkelig likvide midler til å kunne drive videre i minst ett år innenfor planlagt virksomhetsomfang. Prekommersielle selskaper som ikke oppfyller tre års virksomhetskrav vil dermed ikke kunne noteres på Oslo Børs, men kan som i dag søke notering på Oslo Axess.

Oslo Børs er ikke kjent med at andre sammenlignbare børser har tilsvarende opptaksregel som innebærer at selskapet må ha nådd en kommersiell fase på søknadstidspunktet. Imidlertid har enkelte børser krav om overskudd eller omsetning av en viss størrelse, noe som kan ha en tilsvarende effekt.

En fjerning av kravet til kommersialitet medfører at Oslo Børs i større grad stiller på lik linje med konkurrerende markedsplasser som ikke har et direkte kommersialitetskrav i sine opptaksregler. Prekommersielle selskaper noteres og omsettes på Oslo Axess og øvrige regulerte markeder og børser internasjonalt. Slike selskaper kan i enkelte tilfeller anses å ha en noe høyere risiko enn selskaper som har nådd en kommersiell fase, men basert på de eksisterende regler for informasjonsplikt og prospekter vil markedet ha tilstrekkelig informasjon til å vurdere selskapene. En rekke selskaper innen for eksempel farmasi og biotech kan ha betydelig markedsverdi og et stort antall aksjeeiere lenge før de når en kommersiell fase. Gitt oppfyllelse av øvrige opptakskrav mener børsen at prekommersialitet i seg selv ikke bør være diskvalifiserende for opptak på Oslo Børs. På denne bakgrunn er det vedtatt å fjerne bestemmelsene knyttet til prekommersielle selskaper i opptaksreglene for Oslo Børs. Det vil også etter en fjerning av kravet til kommersialitet være et tydelig skille mellom hvilke selskaper som kvalifiserer for Oslo Børs og Oslo Axess, da kravene til virksomhetens historikk, markedsverdi og antall aksjeeiere er holdt uendret.

### 3.2 Endring i kravet til hvilke opplysninger som skal gis om skikkethet for styret og ledelse

Opptaksreglene for aksjer på Oslo Børs og Oslo Axess oppstiller i dag følgende krav til selskapets ledelse og styre.

Pkt. 2.3.5 (1)<sup>22</sup> i *Opptaksregler for aksjer på Oslo Børs* lyder:

---

<sup>22</sup> Merk at fjerning av pkt. 2.3.4 i dagens regelverk medfører at pkt. 2.3.5-2.3.8 blir pkt. 2.3.4-2.3.7 i reglene gjeldende fra 12. januar 2015. Pkt. 2.3.5 (1) blir derfor pkt. 2.3.4 (1) i de reviderte reglene

*“De personer som sitter i selskapets ledelse må ikke ha opptrådt på en slik måte at det gjør dem uskikket til å delta i ledelsen av et børsnotert selskap.”*

Et tilsvarende krav oppstilles for medlemmer av selskapets styre i *Opptaksregler for aksjer på Oslo Børs* pkt. 2.3.6 (3)<sup>23</sup> :

*“Selskapets styre skal bestå av medlemmer som ikke har opptrådt på en slik måte at det gjør dem uskikket til å sitte i styret i et børsnotert selskap.”*

Samme krav følger av pkt. 2.3.1 (1) og 2.3.2 (3) i *Opptaksregler for aksjer på Oslo Axess*.

Børsen vil i forbindelse med opptak av selskaper vurdere om ledelse og medlemmer av styret oppfyller skikkethetskravet. Selskapet plikter i søknadsprosessen å redegjøre for oppfyllelsen av hvert enkelt opptakskrav, og skal herunder også beskrive eventuelle forhold knyttet til medlemmer av styret og ledelse som kan være av betydning for hvorvidt skikkethetskravet er oppfylt.

Det er ønskelig at eventuelle forhold som kan ha betydning for om ledelsen og styret anses å være uskikket blir tydeliggjort på et tidligere tidspunkt enn det som er kravet i dagens regelverk.

I listen over forhold som det i følge pkt. 3.1 i *Opptaksregler for aksjer på Oslo Børs* skal redegjøres for i innledende møte er det derfor besluttet å innta et nytt nr. 14:

*Informasjon om medlemmer av styre og ledelsen har vært involvert i saker som har eller kan medføre domfellelse eller andre sanksjoner for brudd på norsk eller utenlandsk verdipapir- og regnskapsregulering. Videre skal det opplyses om lovbrudd knyttet til økonomiske forhold, samt eventuell befatning med konkurs, som kan være av betydning for opptaksvurderingen.*

Samme endringer gjøres i pkt. 3.1 nr. 13 i *Opptaksregler for aksjer på Oslo Axess*.

Videre fjernes henvisningen til prospektforordningens vedlegg I pkt. 14.1 b)-d) i pkt. 3.4 nr. 24 i *Opptaksregler for aksjer på Oslo Børs*, da børsen for denne personkretsen ønsker å få opplysninger om eventuelle forhold som ligger lengre tilbake i tid enn 5 år.

I *Opptaksregler for aksjer på Oslo Børs* blir revidert innholds krav til søknaden som følger<sup>24</sup>:

*Informasjon om medlemmer av styre og ledelsen har vært involvert i saker som har eller kan medføre domfellelse eller andre sanksjoner for brudd på norsk eller utenlandsk verdipapir- og regnskapsregulering. Videre skal det opplyses om lovbrudd knyttet til økonomiske forhold, samt eventuell befatning med konkurs, som kan være av betydning for å vurdere om skikkethetskravet i henhold til pkt. 2.3.5 (1) og 2.3.6 (3) er oppfylt.*

Tilsvarende endringer gjøres i pkt. 3.4 nr. 23 i *Opptaksregler for aksjer på Oslo Axess*.

I pkt. 4 nedenfor gis det en nærmere beskrivelse av praktiseringen av opptakskravet knyttet til skikkethet for styremedlemmer og ledelse.

---

<sup>23</sup> Endres til pkt. 2.3.5 (3) i reglene gjeldende fra 12. januar 2015.

<sup>24</sup> Endret henvisning fra pkt. 2.3.5 (1) og pkt. 2.3.6 (3) til hhv pkt. 2.3.4 (1) og pkt. 2.3.5 (3) i de nye reglene gjeldende fra 12. januar 2015.

#### 4 Nærmere om børsens praktisering av gjeldende opptakskrav knyttet til skikkethet for styremedlemmer og ledelse

I det følgende redegjøres det nærmere for børsens praktisering og forståelse av skikkethetskravet for styremedlemmer og ledelse.

##### 4.1 Formål

Opptakskriteriene og den kvalitetssikring børsen foretar i forbindelse med opptak av selskaper på Oslo Børs og Oslo Axess skal bidra til velordnede og tillitsvekkende markeder. Kravet til skikkethet skal sikre at de som besitter ledelsesposisjoner i noterte selskaper kan forventes å ivareta stillingen eller vervet på en forsvarlig måte. Dette gjelder særlig i relasjon til de mange løpende forpliktelser som følger med en notering, hvis formål er å ivareta markedets integritet og tillit og beskytte investorenes interesser.

Kravet til skikkethet knyttes etter ordlyden direkte opp mot det å delta i ledelsen eller å sitte i styret i et notert selskap. Ordlyden i bestemmelsen og formålet bak kravet setter visse rammer for hvilke omstendigheter og forhold børsen vil legge vekt på i vurderingen av om personer i ledelsen eller styret oppfyller skikkethetskravet, jf. nærmere omtale i pkt. 4.3 nedenfor.

##### 4.2 Personkretsen

Kravet i opptaksreglene pkt. 2.3.5 (1) retter seg mot "*personer som sitter i selskapets ledelse*". Det vil som et utgangspunkt være selskapet selv som definerer hvem som inngår i selskapets ledelse, og dermed er omfattet av skikkethetskravet. Normalt vil det være etablert en klart definert ledergruppe, og kravet vil da gjelde for de personer som inngår i denne. Børsen vil kunne overprøve selskapets vurderinger av hvilke personer som er omfattet av skikkethetskravet, i den grad det fremstår som det er personer med faktiske lederoppgaver på relevante områder som ikke inngår i den presenterte ledergruppen. Dersom noen skal forestå ledelsesfunksjoner på vegne av selskapet (managementselskap), jf. opptaksreglene pkt. 2.3.8<sup>25</sup> (pkt. 2.3.4 for Oslo Axess), vil personer som utfører disse ledelsesfunksjonene i managementselskapet også være omfattet av skikkethetskravet.

Videre gjelder kravet for medlemmer av selskapets styre, jf. opptaksreglene pkt. 2.3.6 (3)<sup>26</sup>. Dette omfatter styremedlemmer som velges av generalforsamling, styret eller annet selskapsorgan, eller av blant selskapets ansatte (ansatterepresentanter). Kravet omfatter også varamedlemmer til styret.

##### 4.3 Nærmere om hva som skal til for at noen skal anses uskikket

Nedenfor følger en oversikt over forhold børsen typisk vil se hen til i vurderingen av om personer har opptrådt på en måte som gjør dem uskikket til å delta i ledelsen/sitte i styret i et notert selskap. Vurderingen vil nødvendigvis baseres på et visst skjønn ut fra omstendighetene i den konkrete sak.

##### Straffbare forhold

Skikkethetskravet i opptaksreglene er knyttet opp mot det å lede et notert selskap med de lovpålagte rapporteringsforpliktelser og andre forpliktelser som derav følger for selskapet, og som er begrunnet i hensynet til velordnede og tillitsvekkende markeder. Om et straffbart forhold skal tillegges vekt vil dermed bero på forholdets art, og om det kan sies å være relevant i forhold til de nevnte hensyn. Børsen vil dermed særlig legge vekt på overtredelser av norsk eller utenlandsk

<sup>25</sup> Endres til pkt. 2.3.7 i de reviderte reglene.

<sup>26</sup> Endres til pkt. 2.3.5 (3) i reglene gjeldende fra 12. januar 2015.

verdipapirhandel-, børsm- og regnskapsregulering, eller andre regelverksbrudd knyttet til økonomiske forhold. Videre vil alvorlighetsgrad, antall overtredelser og om det straffbare forholdet ligger langt tilbake i tid være av betydning.

Børsen vil utvise forsiktighet med å legge vekt på forhold som ikke er rettskraftig avgjort i domstolene. Det kan likevel tenkes situasjoner hvor børsen vil se hen til at det er tatt ut siktelse eller tiltale i vurderingen av skikkethetskravet. Dette vil særlig være aktuelt hvor det dreier seg om mistanke om brudd på relevant regelverk.

Ved foretaksstraff vil det ha betydning på hvilket område straffen er ilagt, hvilken tilknytning vedkommende person hadde til den situasjonen som ledet til straffen, samt hvilken rolle vedkommende hadde i foretaket.

#### Administrative gebyrer mv.

På lik linje med straffbare forhold, vil vektleggingen av administrative gebyrer eller andre administrative reaksjoner avhenge av den underliggende hendelsen som har utløst reaksjonen. Børsen vil da typisk se hen til om det er ilagt administrative sanksjoner for brudd på norsk eller utenlandsk verdipapirhandel-, børsm- og regnskapsregulering, eller andre regelverksbrudd knyttet til økonomiske forhold. I den grad et administrativt gebyr eller andre administrative reaksjoner er ilagt et foretak som vedkommende på det tidspunktet var tilknyttet, vil det være av betydning på hvilken måte vedkommende var involvert i den hendelsen som utløste reaksjonen og hvilken rolle vedkommende hadde i foretaket. Videre vil alvorlighetsgrad, antall overtredelser og om forholdet ligger langt tilbake i tid være av betydning.

#### Befatning med konkurs

Det vil kunne være av betydning om personen tidligere har vært i konkurskarantene eller under konkursbehandling, eller har hatt en ledende stilling i et selskap som har vært under konkursbehandling. Børsen vil vurdere en person som er under konkurskarantene som uskikket.

#### 4.4 Nærmere om kravet til skikkethet for medlemmer av selskapets ledelse i løpende forpliktelser

Skikkethetskravet for personer i ledelsen gjelder også som en løpende forpliktelse for selskaper notert på Oslo Børs og Oslo Axess, jf. løpende forpliktelser pkt. 2.3, hvilket innebærer at selskapet må forholde seg til kravet også etter at selskapet er tatt opp til notering. Dette betyr at selskapene må sørge for at personer som inngår ledelsen løpende oppfyller kravet til skikkethet så lenge selskapet er notert på Oslo Børs eller Oslo Axess.

Etter at selskapet er tatt opp til notering, er det selskapet selv som må påse at skikkethetskravet for personer som inngår i selskapets ledelse er oppfylt til enhver tid. Børsen vil kunne be om dokumentasjon på at skikkethetskravet er oppfylt i enkeltsaker, dersom det inntreffer omstendigheter som skaper tvil rundt selskapets oppfyllelse av kravet.



## 2 OPPTAK TIL BØRSNOTERING

### 2.1 Nye selskaper i 2014

Selskaper som har søkt om notering og er vedtatt tatt opp i 2014:

Navn	Dato for vedtak i styremøte i Oslo Børs	Første noteringsdag
<b>OSLO BØRS</b>		
RenoNorden ASA	05.12.2014	16.12.2014
RAK Petroleum plc	31.10.2014	07.11.2014
Entra ASA	09.10.2014	17.10.2014
XXL ASA	24.09.2014	03.10.2014
Scatec Solar ASA	24.09.2014	02.10.2014
Aker Solutions ASA	24.09.2014	29.09.2014
Aqualis Offshore Holding ASA	08.08.2014	13.08.2014
Havyard Group ASA	18.06.2014	01.07.2014
Zalaris ASA	18.06.2014	20.06.2014
Avance Gas Holding Ltd.	07.04.2014	15.04.2014
Vardia Insurance Group ASA	26.03.2014	08.04.2014
Tanker Investments Ltd	14.03.2014	25.03.2014
<b>OSLO AXESS</b>		
Aurora LPG Holding ASA	24.09.2014	11.04.2014
Serendex Pharmaceuticals A/S	04.06.2014	30.05.2014
Cxense ASA	21.05.2014	06.06.2014
NEXT Biometrics Group ASA	18.06.2014	25.06.2014
Magseis ASA	04.06.2014	01.07.2014
African Petroleum Corporation Limited	30.04.2014	11.07.2014
Scanship Holding ASA	07.04.2014	26.09.2014

### 2.2 Opptakspraksis

#### 2.2.1 Revisjonsutvalg, uavhengige medlemmer (e-poster av 16. og 17.01.2014)

E-post til Oslo Børs 16.01.2014:

Viser til samtale med [...] om spørsmål knyttet til det uavhengige medlemmet i revisjonskomiteen.

Bakgrunnen for vårt spørsmål er at et aksjeselskap i et konsern skal notere obligasjoner på Oslo Børs. Konsernet er eid av to aksjonærer med 50 % aksjer hver. Hver aksjonær har valgt tre representanter til å sitte i styret i datterselskapene. I henhold til gjeldende lovgivning og NUES-anbefalingen, kan et revisjonsutvalg med slike styremedlemmer så tvil om uavhengigheten til ett av styremedlemmene.

Utgangspunktet for vurderingen er børsforskriften § 1 (2) som henviser til artikkel 41 i direktivet av 2006/42/EF. Artikkel 41 fastlegger at alle foretak av allmenn interesse skal ha en revisjonsutvalg, men at medlemslandene skal selv avgjøre hvorvidt medlemmene av utvalget skal bestå av (i) medlemmer av det reviderte foretakets administrasjonsorgan og/eller (ii) tilsynsorgan som ikke er medlemmer av ledelsen, og/eller (iii) medlemmer som utnevnt av det reviderte foretakets generalforsamling. I henhold til børsforskriften § 1 (2) annet punktum, får allmennaksjeloven § 6-41 (2) og (3) samt § 6-42 (3) tilsvarende anvendelse så langt bestemmelsene passer. Asal § 6-42 (1) bestemmer at

revisjonsutvalgets medlemmer skal velges av og blant styrets medlemmer er ikke gitt tilsvarende anvendelse. Da selskapet er et aksjeselskap og ikke et allmennaksjeselskap, omfattes ikke aksjeselskapet av virksomhetsområdet til asal § 6-42 (1). Spørsmålet er da om aksjeselskaper er henvist til fritt å velge hvilken måte de sammensetter selskapets revisjonsutvalg på i henhold til de valgmuligheter direktivets artikkel 41 gir.

Med dette ønsker vi å få en klarhet i hvorvidt generalforsamlingen skal velge et uavhengig styremedlem som blir medlem i revisjonsutvalget, eller om generalforsamlingen kan utpeke medlemmer av revisjonsutvalget direkte.

E-post fra Oslo Børs 17.01.2014:

Det vises til din henvendelse vedrørende uavhengige medlemmer i revisjonskomiteen.

Som du nevner fremgår det at av revisjonsdirektivets art. 41 at medlemstatene skal beslutte hvem medlemmene skal velges av og blant. For oss fremstår det som en glipp at ikke børsforskriften inneholder nærmere regler om dette for utstedere som faller utenfor allmennaksjeloven og særlovgivningen for banker og finansinstitusjoner, og som heller ikke fanges opp av annen, tilsvarende lovgivning innenfor EØS.

Etter vår oppfatning kan imidlertid ikke dette forstås slik at aksjeselskaper er henvist til fritt å velge hvilken måte de sammensetter selskapets revisjonsutvalg på, jf. valgmulighetene i art. 41 nr. 1 andre punktum. Det vises i den forbindelse til at det etter direktivet er medlemsstatene som skal ta stilling til og velge blant de skisserte alternativene. Det mest nærliggende er etter vår oppfatningen å se hen til løsningen som norske lovgivere har valgt for allmennaksjeselskaper og foretak organisert etter særlovgivningen for banker og finansinstitusjoner, hvor revisjonsutvalgets medlemmer skal velges av og blant styrets medlemmer. Det vises i den forbindelse til uttalelser i forarbeidene til allmennaksjeloven (ot.prp.nr 78 (2008-2009) pkt. 16.7), hvor det fremgår at den valgte ordning er et utslag av at revisjonsutvalget skal være et forberedende organ for styret og at det derfor skal være styret som står for konstitueringen, og innenfor rammene av lovgivningen og vedtekter avgjør hvor mange medlemmer utvalget skal bestå av, hvilke personer som skal velges som medlemmer, funksjonstid mv. De samme vurderinger og hensyn skulle gjøre seg gjeldende for aksjeselskaper.

Løsningen her må derfor etter vår oppfatning bli at generalforsamlingen velger et uavhengig styremedlem som blir medlem i revisjonsutvalget.

### **2.2.2 Opptaksreglenes krav om to uavhengige styremedlemmer – Avance Gas Holding Ltd (e-post av 27.02.2014)**

Jeg viser til dine e-poster av 20. februar og 26. februar med nærmere redegjørelse for oppfyllelsen av børsens krav om uavhengige styremedlemmer. I følge pkt. 2.3.6 (1) i børsens opptaksregler skal minst to av de aksjeeiervalgte styremedlemmene være uavhengige av selskapets daglige ledelse, vesentlige forretningsforbindelser og selskapets større aksjeeiere.

I de nevnte e-postene legges det til grunn at [N1] og [N2] er uavhengige av den daglige ledelsen i Avance Gas Holding Ltd («Avance Gas» eller «selskapet»), samt selskapets vesentlige forretningsforbindelser og større aksjeeiere.

- Selskapet har p.t. tre hovedaksjeeiere: Sungas Holdings Ltd og Stolt-Nielsen Gas Ltd som hver eier 25,78 % av selskapets aksjer, samt Frontline 2012 Ltd som har en eierandel i selskapet på 22,89 %. Hemen Holding Ltd. eier 46 % av Frontline 2012 og er dessuten direkte eier av 2,9 % av aksjene i Avance Gas.

- Oslo Børs har fått opplyst at [N1], som er senior rådgiver hos Lazard & Co Ltd, er et av styremedlemmene som Sungas Holdings Ltd har utpekt i henhold til den gjeldende aksjonæravtalen mellom de tre hovedaksjonærene (som skal termineres før første noteringsdag). Bakgrunnen for utnevningen som styremedlem av Sungas Holdings Ltd skal blant annet skyldes at han i 2011/2012 bistod som rådgiver i forbindelse med en restrukturering av shippingvirksomheten til den bakenforliggende eieren i Sungas Holdings Ltd og som resulterte i etableringen av Sungas Holdings Ltd. [N1] har hittil mottatt en ekstra kompensasjon fra Sungas Holdings Ltd for å reflektere hans tidsbruk og engasjement ovenfor Avance Gas som kun har betalt et årlig honorar på USD 10 000 til hvert styremedlem. Arrangementet med ytterligere kompensasjon skal avsluttes før første noteringsdag.
- Når det gjelder [N2] opplyses det at han ikke har noen formell relasjon til hovedaksjonæren Frontline 2012 eller Frontline 2012s eiere. Han har imidlertid relasjoner til selskapets hovedaksjonær Frontline 2012 Ltd gjennom styreverv i diverse selskaper som er eiet av kontrollerende eier i Frontline 2012. Dessuten yter advokatfirmaet [X], der [N2] er partner, på løpende basis juridisk bistand til Frontline 2012 Ltd, samt direkte eller indirekte til Frontline 2012s største eiere.
- Det opplyses at [N2] er styreformann i Sevan Drilling ASA og Asia Offshore Drilling Ltd, der Seadrill Limited eier hhv 50,1 % og 66,6 % av aksjene. Hemen Holding eier ca. 25 % av aksjene i Seadrill Limited. Forøvrig er [N2] styreformann i fire norske managementselskaper North Atlantic Drilling Management AS, Frontline Management AS, Golden Ocean Management AS, Ship Finance Management AS. Det opplyses at disse selskapene er datterselskaper av de noterte Bermudaselskapene med same navn og at styrevervene er av begrenset betydning ettersom «the activity at board level is limited to the legal minimum».

I henhold til relevante kriterier for vurderingen av uavhengighet, som eksempelvis oppstilt i kommentarene til kap 8 i NUES-anbefalingen, vil et styremedlem kunne defineres som uavhengig når vedkommende ikke har forretningsmessige, familiære eller andre relasjoner som må antas å kunne påvirke vedkommendes vurderinger og beslutninger. Ved vurderingen av om et styremedlem er uavhengig av selskapets hovedaksjeeiere kan det bl.a. være relevant å legge vekt på at vedkommende ikke mottar annen godtgjørelse fra hovedaksjeeier, har eller representerer forretningsmessige relasjoner med hovedaksjeeier, eller har kryssrelasjoner med ledende ansatte, andre styremedlemmer eller andre tillitsvalgte for aksjeeierne.

På denne bakgrunn, og ettersom [N1] for øvrig ikke har eller har hatt noen rådgiverrolle ovenfor Sungas Holdings Ltd eller den bakenforliggende eieren, og fra og med noteringstidspunktet heller ikke skal motta noen ekstra kompensasjon fra Sungas Holdings Ltd, legger børsen under noe tvil til grunn at [N1] kan anses å være uavhengig av selskapets større aksjeeiere fra og med noteringstidspunktet.

På grunn av [N2]s relasjoner til Frontline 2012 og Frontline 2012s største eier finner børsen at det er vanskelig å konkludere at han er tilstrekkelig uavhengig av hovedaksjonær.

Børsen vil derfor anmode selskapet om å vurdere å innta minst et ytterligere helt uavhengig styremedlem slik at det ikke er vesentlig tvil om oppfyllelsen av kravet om to uavhengige styremedlemmer.

### **2.2.3 Likviditet - Tanker Investments Ltd (utdrag fra administrasjonens innstilling til børsstyret av 10.03.2014)**

Tanker Investments Ltd søkte notering på Oslo Børs 03.03.2014. Selskapet er registrert på Marshall Islands. Som det fremgår i utdraget fra administrasjonens innstilling til børsstyret ble sider ved selskapets finansiering løftet frem for styret i Oslo Børs for deres vurdering. Selskapet ble børsnotert den 25.03.2014 uten endringer i nevnte forhold.

#### Utdrag fra administrasjonens innstilling av 10.03.2014:

*Topic: Company financing dependent on third party guarantees*

[...]. The Group's drawn borrowing arrangements as at 30 September 2013 consist principally of a term loan with an outstanding balance of USD 167.5 million (the "Term Loan"). [...].

[...].

The Term Loan is guaranteed by Teekay Corporation (the "Teekay Guarantee"). The Teekay Guarantee will continue and remain in full force and effect after the Issuer's acquisition of the relevant subsidiaries. The Teekay Guarantee ensures the continued benefit of attractive financing terms. The Teekay Guarantee requires Teekay Corporation to maintain certain financial covenants e.g. to maintain a minimum Free Liquidity of at least USD 100 million and an aggregate of Free Liquidity and undrawn committed revolving credit lines with at least six months to maturity, excluding that portion attributable to Teekay LNG Partners L.P., of at least 7.5% of Teekay Corporation's total consolidated debt.

Should Teekay Corporation (the Guarantor) not meet these financial covenants, the lender may declare the obligations of the Group under the Term Loan immediately due and payable and terminate any further loan commitments, which would significantly affect the Group's short-term liquidity requirements. As at 30 September 2013, the Group and Teekay Corporation were in compliance with all covenants relating to the Term Loan, and expect to be in compliance for the 12 months following listing of the Shares.

The Company is dependent on covenants outside their own control in order to avoid default on the Term Loan. However, since the date of the Term Loan (2009), Teekay Corporation has robustly complied with the relevant covenants. As of September 30, 2013, Teekay Corporation had Free Liquidity of USD 500 million and the aggregate of Free Liquidity and undrawn committed revolving credit lines was 21.5% of the total debt, and Teekay Corporation has advised that it expects continued compliance going forward and throughout the 12 month period following the listing.

The Issuer believes it is in its best interest to continue the Term Loan due to its attractive pricing and light covenant package. [...].

### **2.2.4 Styresammensetning – Tanker Investments Ltd (utdrag fra administrasjonens innstilling til børsstyret av 10.03.2014)**

Tanker Investments Ltd søkte notering på Oslo Børs 03.03.2014. Selskapet er registrert på Marshall Islands. Som det fremgår i utdraget fra administrasjonens innstilling til børsstyret ble sider ved selskapets vedtektsbestemmelser løftet frem for styret i Oslo Børs for deres vurdering. Selskapet ble børsnotert den 25.03.2014 uten endringer i nevnte forhold.

#### Utdrag fra administrasjonens innstilling av 10.03.2014:

Teekay Corporation and Teekay Tankers are currently the two largest shareholders of the Company, holding 10% of the common stock (5.000.000 shares) each. They will be further diluted through the Share Offering that will take place prior to listing. Despite of a relatively small ownership of common stock, Teekay Corporation and Teekay Tankers have been awarded one A-1 Series Preferred Stock and one A-2 series Preferred Stock which do not carry voting right or any financial rights to dividends etc. The two classes of preferred stock do however entitle Teekay Corporation and Teekay Tankers to elect one director each to the board of directors, independently of relative ownership of common stock.

The Series A Shares held by Teekay Tankers and Teekay Corporation will be cancelled under certain circumstances including if:

- The holdings of Common Shares of Teekay Corporation and Teekay Tankers are reduced below (i) an aggregate of 5.0 million common shares if Teekay Corporation and Teekay Tankers remain affiliates, or (ii) 2.5 million common shares, if Teekay Corporation and Teekay Tankers no longer are affiliates.
- The preferred stock not being beneficially owned by Teekay Tankers, Teekay Corporation or affiliates anymore.

The right to appoint a director to the board of directors for both of the holders of preferred stock must be seen in relation with the By-laws section 3.1 currently stating that the board of directors should comprise of a minimum of three board members and a maximum of 12 board members. This allows for the Teekay appointed directors to hold majority on the board if the current number of board members should be reduced to the minimum number requirement. The Board of Directors has proposed to the shareholders' meeting to be held on 20 March 2014 to amend the Articles of Incorporation of the Company so that the required minimum number of directors is increased from three to five, which implies that the two directors appointed directly by Teekay Tankers and Teekay Corporation with their Series A Shares may not come in a majority position on the board. This proposal was requested by Oslo Børs and is also described in the prospectus.

### **2.2.5 Nærstående avtaler – Tanker Investments Ltd (utdrag fra administrasjonens innstilling til børsstyret av 10.03.2014)**

Tanker Investments Ltd søkte notering på Oslo Børs 03.03.2014. Selskapet er registrert på Marshall Islands. Som det fremgår i utdraget fra administrasjonens innstilling til børsstyret ble sider ved selskapets avtaler med nærstående løftet frem for styret i Oslo Børs for deres vurdering. Selskapet ble børsnotert den 25.03.2014 uten endringer i nevnte forhold.

#### Utdrag fra administrasjonens innstilling av 10.03.2014:

*Topic: Exclusive management agreement for 15 years with limited termination rights for Company*

The Management Agreement is entered into on an exclusive basis for initial period of 15 years. The Company is of the opinion that the commercial terms of the Management Agreement are on arm's length basis. The agreement shall automatically be renewed for 5 years unless notice of termination is provided by the Company in the first quarter of the year immediately preceding the end of the initial term or renewal term. The Company has limited right to terminate the Management agreement during the fixed period but may inter alia terminate if the Fleet Manager materially breaches the agreement and the matter is unresolved for 90 days, if the Fleet Manager goes bankrupt, or if any person/entity other than Teekay Corporation, Teekay Tankers or their respective affiliates acquires control of the Fleet manager.

The Fleet Manager may on the other hand terminate the agreement with 12 months notice after the initial 5 years with 12 months notice (i.e. the Company has no assurance that the manager will continue to provide services for more than 6 years) and if the Company materially breaches the agreement and the matter is unresolved for 90 days. In such case, the Fleet Manager is entitled to payment of a termination fee which is an amount equalling the product of number of vessels in the groups fleet multiplied by USD 160,000 multiplied by the lesser of five and the number of years then remaining during the term. [...].

According to the Company, the management agreement reflects similar long-term management arrangements between Teekay Corporation and its public company subsidiary Teekay Tankers. The Fleet Manager argues that the relatively long duration of the agreement ensures that Teekay will remain committed to the operations of the Company for a relatively long period of time, which again was considered as an advantage by the investors in the private placement. The company is of the opinion that the commercial terms of the Management Agreement are on arm's length basis. We note however that the Company has limited opportunities to terminate the agreement if desired. On the other hand the Company has no assurance that the manager will continue to provide services for more than 6 years.

[...].

#### **2.2.6 Nærstående avtaler – Tanker Investments Ltd (utdrag fra administrasjonens innstilling til børsstyret av 10.03.2014)**

Tanker Investments Ltd søkte notering på Oslo Børs 03.03.2014. Selskapet er registrert på Marshall Islands. Som det fremgår i utdraget fra administrasjonens innstilling til børsstyret ble sider ved selskapets avtaler med nærstående løftet frem for styret i Oslo Børs for deres vurdering. Selskapet ble børsnotert den 25.03.2014 uten endringer i nevnte forhold.

##### Utdrag fra administrasjonens innstilling av 10.03.2014:

*Topic: One sided non competition agreement with founders and largest shareholders of the Company*

The Issuer has entered into a non-competition agreement with Teekay Corporation and Teekay Tankers Ltd. (the "Non-Competition Agreement"), pursuant to which the Issuer (on behalf of the Group) has undertaken and agreed to, until 15 years from 23 January 2014, not to (a) own, lease, operate or charter any (i) dynamically-positioned shuttle tanker, (ii) floating storage and offtake unit, (iii) floating production, storage and offloading unit or (iv) liquefied natural gas or liquefied petroleum gas carrier or (b) engage in or acquire or invest in any business that owns, leases, operates or charters any such tanker, unit or carrier, provided, however, that the Issuer may acquire up to a 9.9% equity ownership, voting or profit participation interest in any publicly traded entity that engages in such business. In addition, Teekay Corporation, Teekay Tankers Ltd. and their respective affiliates, and any officers and directors of such entities (even if also directors and officers of the Issuer), may engage (and shall have no duty to refrain from engaging) in the same or similar activities as the Issuer and shall have no duty to communicate or offer any business opportunities to the Issuer and may pursue such business opportunities for themselves.

The Non-Competition Agreement automatically terminates from the date that (a) Teekay Corporation and its affiliates, subsequent to 31 January 2014, no longer retain beneficial ownership of at least (i) an aggregate of 5.0 million Common Shares, so long as Teekay Corporation and Teekay Tankers Ltd. remain affiliates, or (ii) 2.5 million Common Shares, if Teekay Corporation and Teekay Tankers Ltd. no longer remain affiliates, and (b) no person who is a director or officer of the Issuer is

also a director or officer of Teekay Corporation and Teekay Tankers Ltd. and their respective affiliates, as applicable.

It is the legal due diligence advisors assessment that it is not a part of business or strategy of the Company to operate in the segments comprised by the agreement. As it is likely that the market share of Teekay Corporation and Teekay Tankers in these segments is below critical size the legal due diligence advisor believes that the Non – Competition agreement will not conflict with competition laws.

[...].

### **2.2.7 Eierstyring og Selskapsledelse – Tanker Investments Ltd. (utdrag fra administrasjonens innstilling til børsstyret av 10.03.2014)**

Tanker Investments Ltd søkte notering på Oslo Børs 03.03.2014. Selskapet er registrert på Marshall Islands. Som det fremgår i utdraget fra administrasjonens innstilling til børsstyret ble sider ved selskapets vedtektsbestemmelser løftet frem for styret i Oslo Børs for deres vurdering. Selskapet ble børsnotert den 25.03.2014 uten endringer i nevnte forhold.

#### Utdrag fra administrasjonens innstilling av 10.03.2014:

*Topic: Deviations from Norwegian CG code*

[...]. The articles of incorporation and by-laws provide the shareholders with considerable less influence than what would be the case for shareholders of a Norwegian public limited liability company. [...].

- *Deviation from section 3 "Equity and dividends":* According to Marshall Islands law, the Board of Directors is authorised to issue additional shares at any time, up to the limits set by the Issuer's authorised share capital. This authorization is not limited to specific purposes or limited in time. The Company currently has an authorized share capital of 500,000,000 shares, of which a) 400,000,000 shares shall be registered Common Stock and b) 100,000,000 shares shall be registered Preferred Stock Issuance by the Issuer of additional preferred shares requires approval by holders of a majority of the total voting power of all then-outstanding shares of the Issuer (the "Voting Shares") Such a wide authorization of unissued capital will be important to disclose in the prospectus.
- *Deviation from section 4 "Equal treatment of shareholders and transactions with close associates":* According to the Articles of Incorporation the shareholders do not have any preemptive rights to subscribe for new shares.
- *Deviation from section 4 "Equal treatment of shareholders and transactions with close associates":* The Board of Directors is not required pursuant to Marshall Islands law to obtain independent third party evaluations in the event that the Issuer enters into transactions with close associates. The Board of Directors will consider and determine on a case by basis whether independent third party evaluations shall be obtained in such an event.
- *Deviation from section 4 "Equal treatment of shareholders and transactions with close associates":*  
According to the articles of incorporation, the issuer currently has three classes of shares, whereas the two Preferred Shares grants each of Teekay Corporation and Teekay Tankers the

right to each elect a director to the Board of Directors. These directors serve until removed by Teekay Corporation or Teekay Tankers.

- *Deviation from section 7 "Nomination committee"*: The appointment of a nomination committee is not a requirement under Marshall Islands law and no such committee has been appointed. Save for the right of each of Teekay Corporation and Teekay Tankers pursuant to the Preferred Shares to nominate and elect a director, the Board of Directors will nominate candidates for election as directors of the board. Nominations of persons for election to the Board of Directors at any annual general meeting may be made by any shareholders of the Issuer who owns beneficially or of record, in the aggregate, not less than 20% of the Voting Shares on the date of the giving of the requisite notice and on the record date for determination of shareholders entitled to vote at such meeting, and who otherwise comply with the notice procedures required by the Bylaws.

In addition the company has provisions in its articles of incorporation which deviate from what is customary for Norwegian and non-Norwegian companies listed on Oslo Børs/Oslo Axess, such as:

- No right for the shareholders to request a special general meeting. Only the board may call for a special general meeting.
- Shareholders holding not less than 20 % of the shares may request that matters are considered at an annual general meeting, but must do so not less than 90 days prior to the anniversary of the preceding annual general meeting.
- The current articles of incorporation (AIC) states that a majority of the entire board may at any time, with or without cause, remove a board member or create new directorships. The Company was advised on 5 March 2014 that this provision is unenforceable. A special shareholders meeting is to be held on 20 March 2014, however the period prior to the meeting date is too short to revise the proposal in the notice of the meeting. Consequently this provision in the AIC will be suggested removed on the next ordinary general meeting. According to the Company, the sole consequence of the provision being unenforceable is that any board member removed by the board without cause may claim that such decision is null and void. It will not affect other parts of the articles of incorporation/by-laws. This has been disclosed in the prospectus and in our view the removal of this particular right for the board to remove board members without cause, will bring the AIC/bye-laws more in line with good corporate governance and Norwegian company legislation.
- Director of the board may only be removed by shareholders holding a majority of the total voting power of the outstanding shares.
- Quorum requirement for shareholder meetings of more than 50 % of the outstanding shares with voting rights.

## **2.2.8 Planlagt virksomhetsomfang / krav til 12 måneders likviditet – African Petroleum (e-poster av 10.03. – 17.03.2014)**

E-post fra Oslo Børs 10.03.2014:

[...] According to section 2.2.3 of the Listing Rules for Oslo Axess, the company must demonstrate that it will have sufficient liquidity to continue its business activities in accordance with the planned scale of operation for at least 12 months from the planned listing date. It is therefore necessary to clarify whether African Petroleum's planned scale of operation for the first 12 months after listing



includes the drilling of the two exploration wells in the Cote d'Ivoire, as required by the terms of the licenses. If this is the case, the company will need to have the necessary financing for this purpose in place prior to listing, i.e. including any financing raised from farm-outs. Alternatively, please explain why the company does not consider the planned scale of operation to include the drilling of the two wells, and describe any consequences of not meeting the terms of the licenses (e.g. termination of licenses, possible claims, etc). [...]

E-post til Oslo Børs 11.03.2014:

[...] African Petroleum ("APCL" or the "Company") is currently in the process of farming out interests in some of its licenses in order to finance the drilling of future wells (as further described in our email to you of 5 March 2014). If APCL is successful in securing one or more farm-in partners for one or both of the Côte d'Ivoire licences then the planned scale of operations for the next 12 months will include the drilling of two exploration wells in Côte d'Ivoire. If we are unable to secure a farm-in partner then the planned scale of operations for the next 12 months will not include the drilling of two exploration wells in Côte d'Ivoire (explained further below).

In the event we are unable to secure a farm-in partner then APCL will seek an extension to the current well drilling deadlines on the Côte d'Ivoire licences (as recently achieved in licence SL-03 in Sierra Leone, and licences LB-08 and LB-09 in Liberia).

At this point in time the licence extensions cannot be guaranteed; however, it is the Company's view that the following matters put us in good stead for achieving the said extensions: [...]

In the unlikely event that we do not meet the drilling commitments and are unable to achieve extensions to the licences then the government has the right to terminate the licences. If this should occur the financial exposure of APCL will be limited to the retention of the US\$12 million in security deposits being held by the government in relation to the drilling commitments, which will be at risk. Please note that the Côte d'Ivoire security deposits have for conservative reasons not been included in the Company's liquidity forecast.[...]

E-post fra Oslo Børs 14.03.2014:

Thank you for the additional information in your e-mail regarding the licenses in Cote d'Ivoire.

According to section 2.2.3 of the Listing Rules for Oslo Axess, the company must demonstrate that it will have sufficient liquidity to continue its business activities in accordance with the planned scale of operation for at least 12 months from the planned listing date.

The company's license agreements in Cote d'Ivoire impose an obligation on the company to drill two test wells in the coming 12 month period, with deadlines during Q4 2014 and Q1 2015, respectively. According to the Introductory report of 21 February 2014, expected expenditures related to exploration and evaluation activities amount to approx. USD 60 million for the 12 month period following first day of listing. According to the company's plans, this activity will be financed through farm-in proceeds from the company's licenses. We understand that the company is in discussions with several potential partners but that there are no concrete negotiations ongoing.

According to your e-mail, African Petroleum's planned activities for the coming 12 months do not include the two test drillings, unless the company secures financing of this farm-out agreements. This would entail very limited activity over the next 12 month period, and a possible breach of the license terms if the company is not able to successfully conclude the planned farm-outs. If African does not meet the drilling requirements in Cote d'Ivoire, the two licenses in Côte d'Ivoire are likely to be

withdrawn, including the \$ 12 million deposit. We understand that it is possible that the company can be granted an extension. As long as an extension is not in place, however, Oslo Børs cannot allow for this in our review of the company's fulfillment of the liquidity requirement for the coming 12 month period.

Given that the company currently has commitments which involve the drilling of two wells, Oslo Børs finds that this must be reflected in the company's planned scale of operation for at least 12 months from the planned listing date, and that the company must have sufficient financing for this purpose. In our view the company must therefore prior to listing either: (1) have in place the necessary farm-out agreements in order to finance the drilling requirements, (2) raise sufficient equity in order to finance the drilling commitments, or (3) have been granted an extension by the authorities of Cote d'Ivoire, pushing the drilling requirements beyond the 12 month period from the first day of trading.

E-post til Oslo Børs 17.03.2014:

I refer to your email of 14 March 2014 where you provided us with the Oslo Børs view on our Côte d'Ivoire licences and the drilling commitments attached thereto.

Firstly we would like to emphasize that our strategy is to bring partners in to share costs and risk, and to also introduce additional technical competence – rather than fund the drilling of wells 100% (as has been done in the past). As such, it is not a part of the Company's strategy to conduct drilling of exploration wells on the Côte d'Ivoire licenses based on its current working interest.

Secondly, we would like to clarify that African Petroleum does not have a commitment to drill one well per each Côte d'Ivoire license. The drilling is a minimum work program requirement to be eligible to advance the licenses into the second exploration phase (if desired by the Company). Should the Company elect not to drill the required wells, the licenses will be withdrawn and the Company will be required to pay a specified penalty (US\$ 12 million).

We therefore do not agree with the view that the drilling of the two wells on the Côte d'Ivoire licences should be fully funded in order for African Petroleum to demonstrate that it will have sufficient liquidity to continue its business activities in accordance with the planned scale of operation for at least 12 months from the planned listing date.

In greater detail, our view is based on the following key points:

1. It is normal practice for an oil & gas exploration company to acquire more licences than it will ultimately end up drilling. Following award of a block a company will inter alia acquire and review seismic data to evaluate the geological and commercial potential of the identified drilling prospects prior to committing to drilling operations – this is known in the industry as the "drill or drop" decision process. With respect to the Côte d'Ivoire licences, African Petroleum will be carrying out the "drill or drop" decision process during 2014, which will be influenced by the following factors:

- a) Ability to farm out a sufficient working interest of the licence(s) to a suitable farm-in partner
- b) Ability to (if required) extend the expiration (drill or drop) dates of the first exploration phase of the license(s)

2. Under the terms of the Côte d'Ivoire licenses, the Company will in the event of a failure to meet work and expenditure requirements of the licenses, incur a penalty equal to the amount outstanding on the bank guarantee account, which currently is US\$ 12 million. The ultimate financial downside of African Petroleum not meeting the drilling commitments is therefore a penalty of US\$12 million for

which the Company is fully funded. The US\$ 12 million is held in an escrowed account and is carried on the Company's balance sheet as restricted cash. In the Company's liquidity budget the escrow account has not been included for conservative purposes, and equivalently the potential US\$ 12 million penalty has also been excluded from the budget.

[...] Based on the above, we respectfully request that you reconsider your view as outlined in your email.

#### E-post fra Oslo Børs 19.3.2014:

[...] We understand that African Petroleum may elect not to meet the drilling requirements set out in the terms of the Côte d'Ivoire licenses, and that the consequences of failing to drill the two wells would be: (1) withdrawal of the licenses (unless an extension is granted), and (2) a penalty payment of USD 12 mill, which is already held in an escrowed account. We also understand that it is normal practice for oil and gas exploration companies to not necessarily drill all its licenses.

Unfortunately, we cannot see that your e-mail contains new information regarding the drilling commitments attached to African Petroleum's licenses in Côte d'Ivoire that would make us change our view as expressed in our previous e-mail. To disregard the drilling commitments in Côte d'Ivoire would be inconsistent with Oslo Børs' practice of the liquidity requirement, as long as the company's plans, as described in the initial report and in presentations to the market, include the drilling of the wells.

[...] On this basis, we are unfortunately not in a position to accommodate your request that Oslo Børs reconsiders our view as outlined in our previous e-mail.

#### **2.2.9 Styremedlems uavhengighet – Havyard Group ASA (e-post av 17.03.2014)**

Vi viser til nedenstående e-post av 14. mars vedrørende spørsmål om børsens krav om uavhengige styremedlemmer.

I følge pkt. 2.3.6 (1) i børsens opptaksregler skal minst to av de aksjeeiervalgte styremedlemmene være uavhengige av selskapets daglige ledelse, vesentlige forretningsforbindelser og selskapets større aksjeeiere.

I e-posten opplyses det at [...] er styremedlem både i Havyard Group ASA og Havila Shipping ASA. Det fremgår videre at Havila Holding AS har dominerende innflytelse med ca 51 % i Havila Shipping ASA og planlegger å selge seg ned i Havyard Group ASA til ca 34 % i forbindelse med børsintroduksjonen. Det opplyses også slik børsen forstår det at [...] anses som uavhengig styremedlem i Havila Shipping ASA og har ingen spesiell tilknytning til hovedaksjonær utover å skulle ivareta aksjonærfellesskapets interesser og at man derfor er av den oppfatning at [...] ikke diskvalifiserer som uavhengig styremedlem i Havyard Group ASA.

For øvrig fremgår det også av nedenstående e-post at Havila Shipping ASA har inngått enkelte byggekontrakter med Havyard Group ASA, men at disse utgjør en liten andel av den totale verdien av Havyard Group ASAs byggekontraktportefølje. Havila Shipping ASA anses derfor ikke som en av Havyard Group ASAs vesentlige forretningsforbindelser i følge nedenstående mail.

I henhold til relevante kriterier for vurderingen av uavhengighet, som eksempelvis oppstilt i kommentarene til kap 8 i NUES-anbefalingen, vil et styremedlem kunne defineres som uavhengig når vedkommende ikke har forretningsmessige, familiære eller andre relasjoner som må antas å kunne påvirke vedkommendes vurderinger og beslutninger. Ved vurderingen av om et styremedlem er

uavhengig av selskapets hovedaksjeeiere kan det bl.a. være relevant å legge vekt på at vedkommende ikke mottar annen godtgjørelse fra hovedaksjeeier, har eller representerer forretningsmessige relasjoner med hovedaksjeeier, eller har kryssrelasjoner med ledende ansatte, andre styremedlemmer eller andre tillitsvalgte for aksjeeierne.

Det eksisterer her kryssrelasjoner ved at [...] vil være styremedlem i Havyard Group ASA hvor Havilia Holding AS vil være hovedaksjonær og ved at [...] også er styremedlem i Havila Shipping ASA hvor Havila Holding AS har bestemmende innflytelse. I tillegg foreligger det forretningsmessige relasjoner mellom Havila Shipping ASA og Havyard Group ASA. På bakgrunn av de opplyste kryssrelasjonene som eksisterer finner børsen det vanskelig å konkludere med at [...] er tilstrekkelig uavhengig.

Børsen vil derfor anmode om at det tas inn to styremedlemmer som er helt uavhengige slik at det ikke er vesentlig tvil om oppfyllelsen av kravet om to uavhengige styremedlemmer.

#### **2.2.10 Utsatt frist for første noteringsdag – Havyard Group ASA (e-post av 28.05.2014)**

Vi viser til brev av 23. mai 2014 vedrørende søknad om forlenget frist for notering og har gleden av å meddele at styret i Oslo Børs ASA i dag har fattet vedtak med følgende konklusjon:

*Styret i Oslo Børs vedtok 30. april 2014 å ta aksjene i Havyard Group ASA opp til notering på Oslo Børs. I styrets vedtak ble det stilt forutsetning om notering senest innen 13. juni 2014.*

*Havyard Group ASA har 23. mai 2014 søkt om forlenget frist for notering av aksjene i Havyard Group ASA som følge av endret transaksjonsstruktur i forbindelse med planlagt spredningssalg og behov for godkjenning av ny transaksjonsstruktur fra obligasjonseiere til morselskapet.*

*Styret i Oslo Børs har funnet at det er grunnlag for å gi fristutsettelse til senest 27. juni 2014 for opptak til notering av aksjene i Havyard Group ASA.*

#### **2.2.11 Krav til tre års virksomhet – Aqualis Offshore ASA (utdrag fra administrasjonens innstilling til børsstyret av 06.08.2014)**

Aqualis ASA offentliggjorde 17. juni 2014 at de hadde inngått en avtale om å kjøpe alle aksjene i Weifa AS. I forbindelse med oppkjøpet besluttet Aqualis ASA å skille ut offshore-rådgivningsdelen av konsernet gjennom å dele ut aksjene i datterselskapet Aqualis Offshore ASA som utbytte. Aqualis Offshore ASA søkte om separat børsnotering i august 2014. Det ble i denne forbindelse stilt spørsmålstegn av administrasjonen hos Oslo Børs ved om selskapet oppfylte kravet til tre års virksomhet. Etter nærmere vurdering ble det fastslått at det kunne innstilles for børsstyret at selskapet oppfylte kravet til tre års virksomhet. Styret fattet positivt vedtak og selskapet ble notert på Oslo Børs.

Utdrag fra administrasjonens innstilling av 06.08.2014:

##### Bakgrunn

Aqualis Offshore Holding ASA ("Aqualis Offshore", "Company" eller "Selskapet") har i brev av 5. august 2014 søkt om opptak av selskapets aksjer til notering på primært Oslo Børs, subsidiært på Oslo Axess.

[...].

Kort om bakgrunnen for selskapets søknad om notering:

Børsnoterte Aqualis ASA (tidligere Clavis Pharma ASA) (heretter «Aqualis») var opprinnelig et legemiddelfirma som forsøkte å utvikle en vaksine mot kreft. Betydelige midler ble skutt inn i forskningen, men testresultater i november 2012 og april 2013 viste at de utviklede medisinene ikke gav noen meningsfull forskjell i overlevelsesrate for forsøkspersonene. Som et resultat av dette ble all videre utvikling av medisinene stoppet.

4. november 2013 annonserte selskapet at de har inngått en avtale om kjøp av Aqualis Offshore Ltd, et offshore-rådgivningsselskap, for MNOK 70. I etterkant av ovennevnte transaksjon ervervet Aqualis 100 % av aksjene i Tristein AS for MNOK 47 og Offshore Wind Consultants Limited (OWC) for MNOK 9, også selskaper med virksomhet innen offshore-rådgivningstjenester.

I juni 2014 offentliggjorde Aqualis inngåelse av avtale om å kjøpe Weifa Holding AS (Weifa) til en verdi av ca. NOK 1,1 mrd. Weifa er et legemiddelselskap. I forbindelse med kjøpet av Weifa informerte Aqualis også om at det plana å skille ut offshore-rådgivningsdelen i et nytt selskap, Aqualis Offshore Holding ASA, som ville bli søkt børsnotert. Aqualis Offshore Holding ASA ble opprettet 2. juni 2014, og eierskapet til Aqualis Offshore Ltd, Tristein AS og OWC ble overført til dette selskapet 25.07.2014.

Utskillelsen av Aqualis Offshore Holding ASA fra Aqualis ASA vil bli gjennomført gjennom en utdeling av samtlige aksjer i selskapet til de eksisterende aksjonærene i Aqualis ASA ved en kapitalnedsettelse. Etter planen handles Aqualis eksklusive rett til aksjer i Aqualis Offshore ASA fra og med 12. august, og det legges opp til notering av Aqualis Offshore 13. august. Det vil ikke bli gjennomført emisjon eller nedsalg i forbindelse med noteringen.

Selskapet har gitt følgende beskrivelse av virksomheten:

#### *Aqualis Offshore Ltd.*

Aqualis Offshore Ltd provides marine and engineering services to the offshore oil and gas industry worldwide. Aqualis Offshore Ltd specializes in the following engineering and marine services;

- FEED and basic design for new-build and vessel upgrades
- Deep and shallow water installation engineering and related marine operations
- Marine operations and surveying including rig moving and tow master services
- Vessel construction supervision and owner representation
- Third party approvals on behalf of owners and underwriters such as marine warranty and audits of dynamic positioning systems

#### *Tristein AS*

Tristein is an innovative wide range provider of offshore marine operational services and offshore installation contractor. The company was founded in September 2007 by six former sea captains with background from the oil & gas industry. Its business can be divided into three main areas: Marine Operations & Logistics, Engineering & Survey and Renewable Energy.

#### *Offshore Wind Consultants Ltd.*

OWC will offer Aqualis Offshore access to the offshore wind and renewables industry.

#### Nærmere vurdering av opptakskrav

Når det gjelder kravet om tre års virksomhet, synes det klart at det av konsernets virksomheter kun er Tristein som har drevet sin virksomhet i mer enn tre år. Tristein er imidlertid nylig inkludert i konsernet, i april 2014. Det avgjørende vil derved være om virksomheten i Tristein medfører at

konsernet samlet kan anses å ha drevet det vesentligste av sin virksomhet i en periode på minst tre år.

Det fremgår følgende av vedlegg til børssirkulære 4/2007:

*«Mange virksomheter som søkes børsnotert har i løpet av treårsperioden forut for søknaden gjennomført større eller mindre omlegginger av virksomheten, gjort oppkjøp av selskaper innen nye eller tilgrensende virksomhetsområder, gått over fra forsknings-, utviklings- eller letefase til kommersialiseringsfase mv. Grensen for hvor store endringer selskaper innen ulike bransjer kan gjøre innenfor rammene av "det vesentligste av sin virksomhet" er ikke åpenbar og det vil måtte foretas en konkret vurdering i det enkelte tilfelle. Børsen vil ved den fremtidige praktiseringen av kravet til tre års virksomhet for opptak til børsnotering legge vekt på om selskapet gjennom treårsperioden har drevet virksomhet av et visst omfang, og om det foreligger tilstrekkelig grad av kontinuitet i hoveddelen av virksomheten i samme periode. Ved vurderingen av hva som er hoveddelen av virksomheten, vil det i første rekke bli lagt vekt på verdsettelsesbetraktninger.»*

Som følge av de transaksjoner som er foretatt vil det ikke være full kontinuitet i hverken virksomhet eller ledelse i konsernet siste tre år. Tristein sin virksomhet representerer imidlertid kontinuitet i den relevante treårsperioden.

Aqualis Offshore konsernet driver virksomhet innen offshore marine tjenester. Tristein har også sin virksomhet innen dette segmentet, og det legges derfor til grunn at Tristein har drevet virksomhet innen det som er konsernets hovedvirksomhetsområder, eller «det vesentligste av sin virksomhet» i mer enn 3 år. Aktiviteten i Tristein har ikke vært ubetydelig i treårsperioden før søknad om notering. Basert på proforma tall hadde Tristein MNOK 29 og MNOK 42 i omsetning i 2011 og 2012. Antall årsverk var 12 i 2011 og 14 i 2012.

Når det gjelder virksomheten i konsernet utenom Tristein, ble Aqualis Offshore AS etablert i 2012. Aqualis Offshore AS driftsinntekter i 2012 utgjorde kun MNOK 1,6, og det var i 2012 5 årsverk i selskapet. Det tas ikke stilling til nøyaktig når i 2012 denne virksomheten startet, men det legges til grunn at denne dele av konsernet har drevet sin virksomhet i omlag to år. Sett sammen med virksomheten i Tristein i 2012 anses det klart at virksomheten i konsernet samlet hadde et tilstrekkelig omfang på dette tidspunkt, og ut fra regnskapstallene synes det åpenbart at virksomheten i 2013 var tilstrekkelig, mens virksomheten i det første av de tre årene forut for søknad er noe begrenset. Tristein drev imidlertid i 2011 virksomhet innen offshore marine tjenester, hvilket anses å være innen området for det vesentligste av konsernets virksomhet, med en omsetning på MNOK 29 og 12 årsverk, et omfang som trolig ville kvalifisert for børsens virksomhetskrav på selvstendig grunnlag.

Det må anses å foreligge en viss tvil om virksomheten har et tilstrekkelig omfang i første del av treårsperioden, men ut fra en helhetsvurdering anses selskapet å ha drevet det vesentligste av sin virksomhet i en periode på minst tre år. Proformainntekter i Tristein AS med datterselskap utgjør 50,3 % av samlede proformainntekter for konsernet.

#### **2.2.12 Aksjonærvtale - vedr. forhold av betydning for om aksjene er egnet til notering – Magseis ASA (utdrag fra innledende redegjørelse av 25.09.2014)**

I noteringsprosessen med Magseis ASA ble det i innledende redegjørelse opplyst om en aksjonærvtale. Nedenfor er et utdrag fra redegjørelsen:

*“However, on 27 January 2013 Westcon Group AS (“Westcon”) signed a shareholders’ agreement with Geo Innova AS, Anfar Invest AS and Gneis AS (“the Founders”). [...].*

[...].

*Provided that the shareholding of each of Westcon and the Founders exceed certain thresholds, Westcon and Founders shall under the shareholders' agreement vote on general meetings ensuring board representation by each of Westcon and Founders. Westcon and Founders have also in the shareholders' agreement expressed a mutual intention, but no obligation, to seek that resolutions in the board of directors of the Company concerning certain material matters (such as, inter-alia, entering into material agreements, change of articles, incurrence of financing arrangements, related party transactions and distribution of dividends) are to be adopted in a way that the requisite majority in favour of such resolution includes the directors appointed by the Founders and by Westcon.*

[...].“

Nedenfor er utdrag fra Oslo Børs' tilbakemelding til selskapet i e-post av 09.10.2013 vedr. nevnte aksjonæravtale:

- *“Børsen stiller imidlertid spørsmålsteget ved om aksjene vil være egnet for notering med aksjonæravtalens intensjon om at partenes styrerepresentanter skal stemme sammen i nærmere bestemte saker. Børsen vil derfor kreve at denne delen tas ut av aksjonæravtalen for at kravet til egnethet skal være oppfylt.*
- *Den delen av aksjonæravtalen som gjelder regelen om at Westcon skal stemme for «Founders» representanter til styret, og motsatt at «Founders» skal stemme for Westcon's representant, mener børsen er uheldig og fraråder derfor en slik avtale. Dersom Founders og Westcon stemmer for hverandres representanter til styret, antas det at styrerepresentanter for Founders eventuelt ikke kan anses uavhengig av vesentlige forretningsforbindelser som følge av avtalen, da den skaper en binding mellom Westcon, som vi legger til grunn er en vesentlig forretningsforbindelse, og Founders.”*

### **2.2.13 Egnethet for notering - RAK Petroleum PLC - (utdrag fra administrasjonens innstilling til børsstyret av 29.10.2014)**

Utdrag fra administrasjonens innstilling av 29.10.2014:

Børsen har stilt spørsmål om egnethet for notering i forhold til at en liten del av aksjene vil være notert på opptakstidspunktet forventet til ca 10% av selskapet målt etter antall aksjer. I redegjørelse fra Thommsen av 13. oktober 2014 fremgår blant annet følgende i forhold til dette: “With regards to some Norwegian institutional investors on an isolated basis, we expect that the structure might affect valuation and interest slightly negatively. Some private investors may also question the reasoning behind the structure. We will thus emphasise clarity and transparency related to the structure in all marketing materials and communications, including the prospectus. International investors are however much more accustomed to structures involving different share classes with different voting rights (“loyalty shares”) and thus, we do not expect this to be an issue that will affect requirements related to public interest, regular trading and suitability for listing.”

Gitt oppfyllelse av forutsetningene i vedtaket knyttet til spredning og antall aksjonærer oppfyller selskapet børsens opptakskrav som normalt legges til grunn i forhold til regelmessig omsetning.

### **2.2.14 Krav til markedsverdi - RAK Petroleum PLC (utdrag fra administrasjonens innstilling til børsstyret av 29.10.2014)**

Utdrag fra administrasjonens innstilling av 29.10.2014:

I henhold til opptaksreglene pkt. 2.2.1 skal kursverdien av de aksjer som søkes opptatt til børsnotering antas å være minst 300 millioner kroner.

Selskaper vil etablere tre typer aksjer (som i prinsippet fremstår som to typer aksjer) i forbindelse med reorganiseringen og IPO som redegjort nedenfor:

- Selskapet planlegger med å utstede ordinære A aksjer som skal noteres. I tillegg skal «restricted» A aksjer som hver har en korresponderende B aksje utstedes. A aksjer og restricted A aksjer (som har en korresponderende B aksjer) skal etter krav/oppfordring fra børsen registreres på to separate ISIN i VPS. A aksjene vil ha en stemme per aksje og økonomiske rettigheter i forhold til sin andel av totale aksjer i selskapet.
- Restricted A aksjer vil ha en stemmerett per aksje og ordinære økonomiske rettigheter. Den tilhørende B aksjen har to stemmeretter per B aksje, men ingen økonomisk rettigheter. Hver restricted A aksje med tilhørende B aksje har dermed totalt 3 stemmer i motsetning til ordinære A aksjer som har en stemme per aksje.
- En B aksje vil alltid henge sammen med en «restricted» A aksje. Det vil være en lock up periode (6 måneder) for disse aksjene etter notering. Aksjonærer kan søke styret om waiver fra lock up i 6 måneders perioden, og styret kan gi waiver dersom tilrettelegger godkjenner dette. Hver aksjonær som besitter A aksjer med tilhørende B aksjer bestemmer selv, etter utløpet av den initielle 6-mnd perioden, om aksjen skal fortsette å ha ekstrastemmerett eller om de skal konverteres til A aksjer og dermed gjøres omsettelig. Slikt sett er dette med ekstra stemmerett og omsettelighet en permanent ordning.
- B aksjene kan ikke omsettes bortsett ved overføring til «certain family members of the holder of the B Share and certain trusts or other estate planning» og den tilhørende restricted A- aksjen må da i så fall overføres. Dersom aksjene ønskes solgt utover dette etter 6 måneder må aksjonæren gi beskjed til selskapet om å konvertere til vanlig A aksjer.
- B aksjer vil kun tildeles eksisterende aksjonærer. Formålet med B aksjene slik det er beskrevet overfor børsen er å kompensere for lock up og for å gi eksisterende aksjonærer i RAK Petroleum incentiver til å være langsiktig aksjonærer i selskapet.
- Hver aksjonær i RAK Petroleum vil i forbindelse med reorganiseringen få allokert en aksjeholdning i selskapet utfra forholdsmessig aksjeholdning i forgjengeren til RAK Petroleum før reorganisering. Disse aksjonærene vil få allokert restricted A aksjer og et tilsvarende antall B aksjer for 90 % av aksjeholdningen og 10 % ordinære A aksjer. En eksisterende aksjonær som har rett på 100 vederlagsaksjer vil ha rett på i) 90 restricted aksjer, ii) 90 B aksjer og iii) 10 ordinære aksjer.

Selv om restricted A aksjer (som hver har en tilhørende B aksje) etter hvert kan bli en ordinær A aksje, mener børsen at disse aksjene må anses som unoterte aksjer i relasjon til opptaksreglene før de eventuelt på et senere tidspunkt blir en del av de ordinære A aksjene.

Dette innebærer at krav til markedsverdi på noteringstidspunktet må være oppfylt for ordinære A aksjer. Det planlegges som nevnt ovenfor med en emisjon på USD 5 millioner i tilknytning til børsintroduksjonen ved utstedelse av aksjer som skal noteres. I tillegg vil noterte aksjer bestå av ordinære aksjer som tildeles eksisterende RAK Petroleum aksjonærer. Markedsverdi for aksjene som tas opp til notering vil ikke være avklart før noen dager før første noteringsdag når endelig



emisjonskurs er kjent. Selskapet og tilrettelegger mener at markedsverdi av de noterte aksjene er sannsynliggjort utfra planlagt transaksjon ved at laveste nivå i prisintervallet i prospektet vil gi en verdi på MNOK 490 på ordinære aksjer som tildeles eksisterende RAK Petroleum aksjonærer. I tillegg kommer emisjonsbeløpet på inntil USD 5 millioner.

Det innstilles imidlertid på at det settes forutsetning i vedtaket knyttet til oppfyllelse av markedsverdi. Bakgrunnen er at dette er en spesiell aksjestruktur og aksjene ikke har vært omsatt tidligere i denne formen og man er nå midt i tegningsperioden. Man vet ikke hvordan markedet vil ta i mot dette selskapet og i teorien kan også prisintervallet i emisjonen justeres ned. Markedsverdi dagen før første noteringsdag av aksjene som skal noteres vil bestemmes av oppnådd emisjonskurs og antall ordinære aksjer i selskapet totalt.

Etter planlagt IPO vil kun en mindre del av selskapet tas opp til notering i november noe som er spesielt i denne saken. Utfra de indikerte markedsverdier i søknaden vil kun ca 10 % av aksjene i forhold til totale aksjer utfra det som er beskrevet ovenfor tas opp til notering 7. november. Dette er drøftet nærmere under pkt. 1.6.1 i forhold til egnethet for notering.

### **2.2.15 Styremedlem del av daglig ledelse - RAK Petroleum PLC (utdrag fra administrasjonens innstilling til børsstyret av 29.10.2014 )**

Utdrag fra administrasjonens innstilling av 29.10.2014:

Bijan Mossavar-Rahmani is a member of the executive management and is represented on the board of directors.

Dette begrunnes på følgende måte i selskapets søknad om notering:

“Mr. Mossavar-Rahmani is the largest shareholder in the Company, holding today over 20% of the shares in RAK Petroleum. He is a very experienced executive who has served as chairman or chief executive officer, and usually both, of multiple, highly successful, international oil and gas companies for the past 25 years. He is currently Chairman of the Board and Chief Executive Officer of RAK Petroleum and intimately familiar with its activities and stakeholders, and as Executive Chairman of DNO and Chairman of Foxtrot International he is similarly intimately familiar with the operations of both of the principal assets of the Company. He is therefore uniquely qualified to lead the executive team managing these investments. It is also natural and appropriate, even expected, for him to chair the Company's Board of Directors, as he has the largest stake in its considerations and decisions. Because of his shareholding, there is no danger that as a member of executive management and as a member of the board he will not protect and promote the interests of the shareholders. That is his primary interest.”

No other members of the Company's executive management are represented on the board of directors according to the application

Det følger av opptaksreglene at representanter fra den daglige ledelse ikke skal være medlem av styret, men dersom særlige grunner foreligger kan representanter fra den daglige ledelse utgjøre inntil en tredjedel.

Ut fra tidligere praksis anses det ikke til hinder for notering at ett av fem styremedlemmer også er en del av selskapets daglige ledelse, basert på de grunner som er opplyst. Dette vil være et avvik fra anbefalingen om eierstyring og selskapsledelse som det må redegjøres for i den sammenheng. Dette ble sist akseptert i Aqualis Offshore Holding ASA. I denne saken var det imidlertid et ordinært styremedlem som var en del av ledelsen i Midt Østen og ikke styrets leder.

### 3 STRYKNING/SUSPENSJON

#### 3.1 Selskaper som er strøket fra notering

Navn	Vedtaksdato	Siste noteringsdag
<b>OSLO BØRS</b>		
Fred. Olsen Production AS	17.01.2014	20.01.2014
Norse Energy Corp. ASA	12.02.2014	13.02.2014
Veripos Inc	14.03.2014	18.03.2014
Infratek ASA	18.03.2014	20.03.2014
Copeinca ASA	01.04.2014	01.04.2014
Norwegian Car Carriers ASA	04.04.2014	07.04.2014
Algeta ASA	19.03.2014	21.03.2014
BWG Homes ASA	26.06.2014	27.06.2014
EMS Seven Seas ASA	23.07.2014	25.07.2017
Comrod Communications ASA	13.06.2014	29.08.2014
Domstein ASA	03.11.2014	04.11.2014
Cermaq ASA	13.11.2014	14.11.2014
<b>OSLO AXESS</b>		
Crudecorp ASA	18.03.2014	20.03.2014
NetConnect ASA	21.03.2014	25.03.2014
Sølvtrans ASA	02.06.2014	03.07.2014
Transeuro Energy Corp	24.09.2014	20.11.2014

#### 3.2 Strykningssaker

##### 3.2.1 Vedtak om strykning fra notering på Oslo Børs - AGR Group ASA (brev av 23.10.2014)

AGR Group ASA ("AGR" eller "Selskapet") har i brev datert 13. oktober 2014 søkt om strykning av Selskapets aksjer fra notering på Oslo Børs. Grunnlaget for søknaden er vedtak fattet i Selskapets ekstraordinære generalforsamling 18. august 2014, der generalforsamlingen med støtte fra 100 % av de avgitte stemmene vedtok at Selskapet skulle søke om strykning fra notering på Oslo Børs.

Det følger av børsloven § 25 første ledd:

*"Regulert marked kan suspendere eller stryke et finansielt instrument hvis det ikke lenger tilfredsstiller det regulerte markedets vilkår eller regler eller særlige grunner for øvrig tilsier det. Regulert marked kan likevel ikke suspendere eller stryke et finansielt instrument hvis dette kan ventes å medføre vesentlig ulempe for eierne av instrumentet eller markedets oppgaver og funksjon."*

Videre heter det i løpende forpliktelser pkt. 15.1 fjerde ledd:

*"Selskapet kan søke børsen om at dets aksjer blir strøket fra kursnoteringen hvis generalforsamlingen har besluttet dette med flertall som for vedtektsendringer. Børsen treffer vedtak om eventuell strykning."*

Børsen er kommet til at søknad om strykning av Selskapets aksjer fra notering på Oslo Børs innvilges. Det vises i den forbindelse til Selskapets børsmelding av 21. juli 2014 hvor det fremkom at AGR 19.

juli 2014 hadde inngått avtale om salg av datterselskapet AGR Holdings AS til Mirror Bidco AS. Videre offentliggjorde Selskapet 1. september samme år en børsmelding hvor det fremkom at nevnte transaksjon var gjennomført. Salgsprovenyet planlegges utdelt til AGRs aksjonærer, gjennom kapitalnedsettelse og utbetaling av ekstraordinært utbytte, etter avholdelse av ekstraordinær generalforsamling 4. november 2014. Etter gjennomføring av salget av AGR Holdings AS er det begrenset med virksomhet i Selskapet, og det er således tvilsomt om virksomhetskravet er oppfylt (jf. Opptaksregler for aksjer på Oslo Børs pkt. 2.3.3).

Selskapet har i sin søknad om strykning, samt etterfølgende korrespondanse med Oslo Børs, bedt om at siste noteringsdag settes til 31. desember 2014. Dette er begrunnet med at Selskapet, etter innspill fra minoritetsaksjonærer, ønsker å gjennomføre den foreslåtte kapitalnedsettelsen før selskapet strykes. Videre er det anført at flere av aksjonærene er institusjonelle investorer med investeringsmandat som i utgangspunktet er begrenset til noterte instrumenter. En strykning etter utbetaling av nedsettingsbeløp og ekstraordinært utbytte vil således forhindre at disse investorene blir tvunget til å selge seg ut før utbetalingene finner sted.

Som det fremkommer av Løpende forpliktelser pkt. 15.1 (1) jf. Børsloven § 25 (1) kan børsen "*likevel ikke stryke et finansielt instrument hvis dette kan ventes å medføre vesentlig ulempe for eierne av instrumentet eller markedets oppgaver og funksjon.*" Generelt i strykningssaker vil altså hensynet til et selskaps minoritetsaksjonærer veie tungt. Utskrift fra aksjonærregister per 16. oktober 2014 viser at Selskapet per denne dato hadde 655 aksjonærer. Protokoll fra ekstraordinær generalforsamling 18. august 2014 viser at 85 % av AGRs aksjer var representert, og samtlige av disse stemte for forslaget om strykning av Selskapet fra notering. Oslo Børs har heller ikke i etterkant av Selskapets strykningssvedtak mottatt henvendelser fra aksjonærer som gir uttrykk for at man ønsker at Selskapet skal opprettholde noteringen på Oslo Børs. Selv om ingen aksjonærer stemte mot forslaget om strykning, tilsier det relativt store antallet aksjonærer likevel at strykningstidspunkt settes noe frem i tid. Dette for å gi aksjonærene rimelig tid til å innrette seg på at aksjene ikke lenger skal være notert, jf Løpende forpliktelser pkt. 15.1 (7) og børsens tidligere praksis. Dette hensynet synes således å sammenfalle med Selskapets ønske.

I tråd med dette iverksettes strykningen fra og med 1. januar 2015. Siste noteringsdag vil dermed være 31. desember 2014.

Vedtak

*"Aksjene i AGR Group ASA strykes fra notering på Oslo Børs. Siste noteringsdag vil være 31. desember 2014."*

### **3.2.2 Børsklagenemndens sak 1/2014: Transeuro Energy Corp – klage over Oslo Børs ASAs vedtak om å stryke selskapet fra notering på Oslo Axess**

Avgjørelse 18. november 2014 av klage fra Transeuro Energy Corp over Oslo Børs ASAs vedtak 24. september 2014 om å stryke Transeuro Energy Corp fra notering på Oslo Axess med hjemmel i børsloven § 25 første ledd.

#### **1. Klagesaken og Børsklagenemndens sammensetning**

Oslo Børs ASA («Oslo Børs» eller «børsen») fattet 24. september 2014 vedtak med slik konklusjon:

The shares of Transeuro Energy Corp will be delisted from Oslo Axess with effect from 15 October 2014.

Transeuro Energy Corp ( «Transeuro eller «selskapet») påklaget vedtaket i brev 7. oktober 2014. Klagen er rettidig fremsatt.

Styret i Oslo Børs besluttet 9. oktober 2014 å gi klagen oppsettende virkning inntil saken er behandlet av Børsklagenemnden. Styret behandlet deretter klagen i møte 22. oktober 2014 og fant ikke grunn til å omgjøre vedtaket. Saken ble ved brev 22. oktober 2014 oversendt Børsklagenemnden for behandling, jf. børsforskriften § 37 sjette ledd og forvaltningsloven § 33 fjerde ledd.

Børsklagenemnden har behandlet saken ved sirkulasjon av sakspapirer. Ved behandlingen deltok Liv Gjølstad (leder), Knut Bergo (nestleder), Trygve Bergsåker, Espen Klitzing, og Jøril Mæland.

## 2. Om Transeuro

Følgende beskrivelse av Transeuro er gitt i børsens vedtak 24. september 2014, og er ikke bestridt av klager:

Transeuro is involved in the acquisition of petroleum and natural gas rights, the exploration for, and development and production of crude oil, condensate and natural gas. The Company owns 100 percent of a gas producing property located in British Columbia, Canada, has interest in gas exploration and appraisal developments in Crimea, Ukraine and an oilfield redevelopment project in Jordan. The Company has some revenues from the natural gas fields Beaver River in British Columbia, Canada. Total income based on unaudited figures for 2013 is stated by the Company to amount to about Canadian \$ 1.1 million.

Transeuro (ticker: TSU) has a secondary listing on Oslo Axess, since 1 August 2007. The Company has been suspended from trading on Oslo Axess since 3 June 2014 based on a lack of public disclosure of the annual report for 2013 and the quarterly interim report for the first quarter 2014. The Company was placed under special observation by Oslo Børs from 30 April 2014.

The Company has a primary listing on the TSX Venture Exchange in Canada. The Company has been suspended from trading on the TSX Venture since 7 May 2014 based on a lack of public disclosure of the annual report for 2013.

The turnover velocity of the Company's shares in 2014 (until the suspension on 3 June 2014) on Oslo Axess has been 60.03 percent and there has been trading in the shares all possible days during this period.

## 3. Sakens bakgrunn

Transeuro er i en vanskelig økonomisk situasjon og har ikke vært i stand til å overholde kravene til offentliggjøring av finansiell informasjon etter Løpende forpliktelser for børsnoterte selskap (juli 2013) (heretter kalt «løpende forpliktelser»), som også gjelder for selskap notert på Oslo Axess. Selskapet har ikke offentliggjort årsrapport for 2013, kvartalsrapport for første og andre kvartal 2014 eller årlig reserverapport for olje- og naturgasselskaper for 2013.

Videre har kursverdien på selskapets aksjer vært under NOK 1 siden mai 2011. Også dette er ansett å utgjøre brudd på løpende forpliktelser.

Selskapet har dessuten tidligere overtrådt kravene til finansiell rapportering etter løpende forpliktelser og verdipapirhandelloven, og har ved flere anledninger blitt ilagt bøter fra Finanstilsynet for slike overtredelser. Store deler av disse bøkene er ubetalt, og det er også utstående krav mot

selskapet fra Finanstilsynet for tilsynsavgiften 2012 og 2013, og for noteringsavgift til Oslo Børs. Oslo Børs har også fått informasjon fra DNB Bank ASA at de som kontofører for selskapet fra og med 11. september 2014 har registret en sperre på overføring av selskapets aksjer i VPS, på grunn av manglende overholdelse av kontoføreravtalen siden august 2013.

Ovennevnte forhold førte til at børsen 24. september 2014 vedtok å stryke selskapet fra notering på Oslo Axess. Det er i børsens vedtak gitt detaljert redegjørelse for forholdene, samt den prosess som ledet opp til børsens vedtak. Denne redegjørelsen synes ikke bestridt av klager, og legges til grunn også for klagebehandlingen.

#### 4. Rettslig grunnlag

Det følger av børsloven § 25 første ledd:

Regulert marked kan suspendere eller stryke et finansielt instrument hvis det ikke lenger tilfredsstillende det regulerede markedets vilkår eller regler eller særlige grunner for øvrig tilsier det. Regulert marked kan likevel ikke suspendere eller stryke et finansielt instrument hvis dette kan ventes å medføre vesentlig ulempe for eierne av instrumentet eller markedets oppgaver og funksjon.

I løpende forpliktelser punkt 15.1 første og andre ledd står det følgende om strykning:

(1) Oslo Børs kan stryke finansielle instrumenter utstedt av selskapet hvis de ikke lenger tilfredsstillende børsens vilkår eller regler eller særlige grunner for øvrig tilsier det. Børsen kan likevel ikke stryke et finansielt instrument hvis dette kan ventes å medføre vesentlig ulempe for eierne av instrumentet eller markedets oppgaver og funksjon.

(2) Har selskapet grovt eller vedvarende brutt bestemmelser i verdipapirlovgivningen eller børsreglene skal dette i alminnelighet anses for å være en særlig grunn som kan tilsi strykning av selskapets aksjer.

Om offentliggjøring av årsrapporten følger det av løpende forpliktelser punkt 4.4 (jf. vphl. § 5-5):

Årsrapporten skal offentliggjøres senest fire måneder etter regnskapsårets utgang. Selskapet skal sørge for at årsrapporten forblir offentlig i minst fem år.

Om offentliggjøring av delårsrapport følger det av løpende forpliktelser punkt 4.3 (jf. vphl. § 5-6):

Delårsrapport (halvårsrapport og kvartalsrapport) skal offentliggjøres så raskt som mulig og senest to måneder etter regnskapsperiodens utgang. Selskapet skal sørge for at delårsrapport forblir offentlig i minst fem år

Om offentliggjøring av årlig reserverapport følger det av løpende forpliktelser punkt 4.7:

Den årlige reserverapporten skal offentliggjøres senest samtidig med offentliggjøring av årsrapporten eller på det tidspunkt som følger av reserverapporteringsregler selskapet er underlagt ved annen markedsplass.

Om krav til minste kursverdi følger det av løpende forpliktelser punkt 2.4:

Kursverdien for selskapets aksjer skal ikke være lavere enn NOK 1. Dersom kursverdien har vært lavere enn NOK 1 over en periode på seks måneder, skal styret iverksette tiltak for å

oppfylle kravet så snart som praktisk mulig og senest innen fire måneder etter utløpet av seks måneders perioden.

## 5. Børsens vedtak

Børsen fattet 24. september 2014 vedtak som referert under punkt 1.

I vedtaket redegjør børsen for selskapets overtredelser av kravet til finansiell rapportering etter løpende forpliktelser, og viser til at selskapet gir uttrykk for at de ikke vet når de vil bli i stand til å utarbeide og offentliggjøre den utstående rapporteringen. Børsen konkluderer med at det foreligger grove overtredelser av kravene til finansiell rapportering.

Oslo børs gir uttrykk for at den bare i ekstraordinære situasjoner vil stryke selskaper som ikke selv ønsker det. Børsen viser imidlertid til at den tidligere har sanksjonert forholdsvis kortvarige overtredelser av finansiell rapportering. Det fremheves videre at det ikke har forekommet tilfeller der fristene har blitt overskredet så betydelig som i foreliggende sak.

Børsen understreker at det er viktig for markedet at finansiell rapportering offentliggjøres i tide. Tilsvarende er det viktig for vurderingen av olje- og naturgasselskaper, slik som Transeuro, at informasjonen i reserverapporten gis i tide.

Når det gjelder overtredelse av kravet til minstekurs, viser børsen til at selskapets aksjer har blitt handlet til lavere kurs enn NOK 1 siden mai 2011. Selskapets styre foreslo for generalforsamlingen en omvendt splitt i forholdet 1:10, men forslaget ble ikke vedtatt i generalforsamlingen avholdt desember 2013. Selv om styret har foretatt noen tiltak for å avhjelpe problemet, mener børsen at verken styret eller aksjonærene i selskapet har gjort tilstrekkelig for å etablere en minstekurs over NOK 1, og derved ikke vist tilstrekkelig interesse i overholde kravene til notering på Oslo Axess.

Oslo børs nevner at de også ved to anledninger har notifisert selskapet om avvik mellom antall aksjer registrert på børsen, og antallet faktisk utstedte aksjer.

I vedtaket opplyser Oslo Børs at likviditeten i selskapets aksjer har vært forholdsvis høy, at selskapet har ca. 1 800 registrerte aksjonærer i VPS, og at markedsverdien på Oslo Axess er NOK 32,5 millioner. Børsen gir uttrykk for at dersom selskapet blir strøket, vil aksjonærene i Transeuro miste den sikkerheten som er en viktig del av organisert handel; selskapets informasjonsplikt, finansiell rapportering, flaggeplikt, tilbudsplikt etc. Strykning vil kunne ha direkte negativ effekt for aksjonærene ved at likviditeten reduseres. Videre viser børsen til at noen aksjonærer kan være underlagt offentligrettslige- eller interne regler som hindrer dem i å eie unoterte selskaper. Samlet sett vil dette kunne redusere markedsverdien av aksjene, og en strykning må derfor veies mot ulempene det medfører for selskapet og dets aksjonærer. Børsen viser videre til at selskapet ikke er strøket fra notering i Canada selv om aksjen er suspendert fra handel. Børsen er også av den oppfatning at det ikke er grunn nok til strykning at selskapet har betydelig finansielle problemer.

Børsen gir imidlertid uttrykk for at et notert selskap må oppfylle visse minimumskriterier for at markedsplassen skal ha tilstrekkelig kvalitet, og at dette ikke er tilfellet for Transeuro. Børsen viser til at den finansielle rapporteringen i løpet av et år er en av de viktigste informasjonskildene investorer har for å verdsette selskapets aksjer. I en situasjon der denne informasjonen ikke gis i tide, øker risikoen for at investorene handler på ikke-offentlig informasjon. Når den manglende rapporteringen er vedvarende og strekker seg over flere år, viser Transeuro, slik børsen ser det, at de ikke er i stand til å overholde denne helt elementære forpliktelsen.

Børsen gir på denne bakgrunn uttrykk for at Transeuro klart ikke er, og for en periode ikke har vært, egnet for å være notert på Oslo Axess. På grunnlag av denne vedvarende situasjonen, og det faktum at selskapet ikke er i stand til å vise en realistisk plan for å rette på forholdene, er børsen av den oppfatning at det å stryke selskapets aksjer fra notering på Oslo Axess ikke vil resultere i en slik relevant, vesentlig ulempe for aksjonærene at strykning ikke kan, eller bør, bli vedtatt.

## 6. Klagers anførsler

Selskapets anførsler i klagen 7. oktober 2014 er i hovedtrekk som følger:

Transeuro respects the decision, its background and reasoning but would like to highlight that we have also been victim of macro- and company specific events beyond our control and as a consequence have witnessed a declining cash flow on which to operate. The number and character of the uncertainties have seriously impacted operating conditions of the Company.

In this response, the Company has attempted to list some of the strategic near term triggers and events that will assist Transeuro in returning to normal trading conditions and to build a successful company.

Selskapet lister deretter opp bl.a. utskiftning av president og CEO, standstill-avtale med obligasjonseiere, nært forestående gjennomføring av salgsvtale(r) for enkelte eiendeler, andre forventede operasjonelle hendelser, indikasjon om fremtidig økonomisk bistand fra ledende aksjonærer mv.

Transeuro ber på denne bakgrunn om at vedtaket blir revurdert, eller som et minimum at strykningen utsettes 3 måneder slik at Transeuro kan gjennomføre noen eller alle av de nevnte tiltakene.

## 7. Børsens merknader til klagen

Klagen ble, som nevnt, behandlet i børsstyremøte 22. oktober 2014 og oversendt til Børsklagenemnden samme dag.

Børsen viser til at flere av tiltakene som ble listet opp i klagen også ble mottatt av børsen 22. august 2014. Børsen gjennomgår deretter det de anser som oppdatert eller ny informasjon, og kommenterer at de ikke har mottatt dokumentasjon fra selskapet som verifiserer noen av de pågående tiltakene. Videre mener børsen at tiltakene fremstår som usikre, og at det generelt synes å ha vært kun mindre fremgang i tiltakene siden børsen vedtok å stryke selskapet. Børsen gir deretter uttrykk for at de, tatt i betraktning noteringshistorikken til selskapet med mange, gjentatte og i stor grad alvorlige overtredelser av løpende forpliktelser, ikke kan basere sin vurdering på at alle eller deler av de pågående tiltakene for at selskapet skal bringes tilbake i akseptabel tilstand blir gjennomført.

Børsen opprettholder på denne bakgrunn vedtaket.

## 8. Børsklagenemndens vurdering

På bakgrunn av den redegjørelse som er gitt fra børsen, og som ikke er bestridt av selskapet, legger Børsklagenemnden til grunn at selskapet ikke har oppfylt sin plikt til å offentliggjøre årsrapport for 2013 og kvartalsrapporter for første og andre kvartal 2014. Årsrapporten skal offentliggjøres senest fire måneder fra regnskapsårets utgang og kvartalsrapportene senest to måneder fra regnskapsperiodens utgang. Det gjelder alvorlige og vedvarende brudd på løpende forpliktelser som

skal sikre korrekt og oppdatert informasjon til markedet, og som således er av stor betydning for et velfungerende marked.

Heller ikke årlig reserverapport for olje- og naturgasselskaper er offentliggjort innen fristens utløp ved utgangen av april i år. I tillegg kommer at kursen på selskapets aksjer har vært under NOK 1 siden 2011, uten at dette er avbøtet.

Børsklagenemnden har videre merket seg at selskapet ved flere tidligere anledninger de senere år har brutt frister for finansiell rapportering.

Det er etter dette ikke tvilsomt at vilkårene for å stryke selskapet fra notering på Oslo Axess, jf. børsloven § 25 første ledd, jf. de løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper fra 2013 punkt 15.1 første og andre ledd, er oppfylt. Børsklagenemnden oppfatter det slik at dette i utgangspunktet heller ikke er bestridt av selskapet.

Spørsmålet er om slik strykning bør skje, jf. "kan stryke" i børsloven § 25 første ledd og tilsvarende i løpende forpliktelser. Om dette har selskapet i klagen gjort gjeldende at misligholdet skyldes begivenheter utenfor selskapets kontroll og at det er satt i verk tiltak for å rette opp situasjonen. Selskapet har her i åtte punkter listet opp ulike tiltak som er iverksatt og forventede begivenheter og tiltak. Det dreier seg om endringer i selskapets ledelse, standstill-avtale med obligasjonseiere, nært forestående gjennomføring av salgsvtaler for enkelte eiendeler, forventet utvikling i prosjekter og forventninger om innhenting av kapital fra ledende aksjonærer.

Som påpekt av børsstyret er dette i atskillig utstrekning tilsvarende opplysninger som ble gitt av selskapet allerede i august 2014, og som forelå før børsens vedtak av 24. september 2014. De opplysninger som er gitt i klagen gir ikke holdepunkter for at det har skjedd vesentlige endringer av betydning for saken. Noe dokumentasjon for de forhandlinger mv som opplyses å pågå med nærmere opplysninger om utviklingen i disse, er heller ikke gitt. I en senere børsmelding fra selskapet er opplyst at det er sluttet avtale med et olje- og gasselskap i Canada, men det fremgår at det er betingelser knyttet til gjennomføringen.

Det som foreligger gir således ikke grunnlag for å bygge på at det vil inntre en snarlig endring i situasjonen, slik at selskapet vil oppfylle de forpliktelser som følger med å være notert på Oslo Axess.

Som børsstyret gjør nærmere rede for, vil en strykning medføre ulemper for selskapet og aksjonærene. Slik omstendighetene er i denne saken, kan dette ikke være avgjørende. Børsklagenemnda er således enig med børsstyret når det uttaler at det tatt i betraktning de mange, gjentatte og omfattende bruddene på selskapets løpende forpliktelser ikke kan basere seg på de anførte tiltakene for å bringe selskapet tilbake til "normal trading conditions and to buildt a successfull company".

I klagen anmoder selskapet om at saken iallfall utsettes med tre måneder. Ut fra det som er redegjort for ovenfor, finner Børsklagenemnden heller ikke at det er grunnlag for å utsette avgjørelsen av saken.

Klagen tas derfor ikke til følge, og børsstyrets vedtak blir å stadfeste.

Børsklagenemnda fatter etter dette slikt enstemmig vedtak:

Børsstyrets vedtak av 24. september 2014 om å stryke Transeuro Energy Corp fra Oslo Axess stadfestes.



## 4 LØPENDE UTSTEDERREGLER

### 4.1 Likebehandling av aksjonærer

#### 4.1.1 Rettet emisjon, likebehandling - Songa Offshore SE (brev av 11.03.2014)

##### 1 Innledning

Det vises til Songa Offshores («Songa» eller «Selskapet») redegjørelse av 9. desember samt møte avholdt den 29. november 2013 på børsens henvendelse om gjennomføring av rettet emisjon med utstedelse av 610 millioner nye aksjer til tegningskurs NOK 2,50 per aksje og utstedelse av et konvertibelt obligasjonslån på USD 150 millioner.

##### 2 Bakgrunn

Selskapet har i sin korrespondanse med børsen beskrevet følgende hendelsesforløp:

- Utover høsten 2013 kom Selskapet i en svært anstrengt finansiell situasjon og det ble nødvendig med oppkapitalisering. Selskapet hadde blant annet inngått langsiktige borekontrakter med Statoil på ugunstige betingelser. En løsning med bidrag fra Statoil i form av høyere dagrater i borekontraktene, ble av Selskapets styre og dets rådgivere vurdert som avgjørende for å få på plass en helhetlig og langsiktig løsning på selskapets finansielle problemer.
- I reforhandling krevde Statoil tilførsel av minimum 250 MUSD i ny egenkapital og 150 MUSD i ny konvertibel gjeld, hvilket også samsvarte med Selskapets egen analyse av behovet. Videre satte Statoil som betingelse at Selskapet oppnådde garanti for hele emisjonen før denne ble annonsert i markedet.
- Selskapets rådgivere mente det var umulig å gjennomføre en ugarantert fortrinnsrettsemisjon ettersom Selskapet var avhengig av reforhandlingen som var gjort med Statoil, og de krav Statoil i den forbindelse stilte.
- Perestroika var villig til å garantere for en rettet emisjonen til en kurs på NOK 2,50 og gitt at Perestroika fikk en eierandel etter emisjonene og den nye konvertible obligasjonen som sikret minst 50,1 % eierandel i Selskapets aksjer. I tillegg ble aksjonærene som ble kontaktet i pre-soundingen, gitt anledning til å delta i garantikonsortiet. Resultatet av dette ble at Christen Sveaas og Fondsfinans Spar også deltok som garantister.
- Emisjonen, som ble gjennomført som en book-building, ble annonsert den 25. november og etter det opplyste ble ca. 85 % av selskapets aksjonærer kontaktet.
- Perestroika tegnet seg både i emisjonen og i det konvertible lånet slik at de var sikret minst 50,1 % eierandel. Verken Statoil, selskapets obligasjonseiere eller selskapets banker hadde innvendinger mot den dominerende eierposisjonen Perestroika fikk.
- Den rettede emisjonen og reparasjonsemisjonen var i henhold til kypriotisk selskapslovgivning betinget av godkjenning fra ekstraordinær generalforsamling i selskapet med 75 % flertall. Selskapets styre hadde imidlertid en eksisterende fullmakt fra generalforsamlingen til å utstede i alt 132 millioner aksjer. I term sheet inngått mellom

Perestroika og Selskapet om Perestroikas bidrag i emisjonen og det konvertible lånet ble Perestroika gitt en opsjon på å kreve at styret utstedte disse aksjene til Perestroika. Aksjene kunne ikke kreves utstedt før alle betingelser for gjennomføringen av emisjonen og utstedelsen av det konvertible obligasjonslånet var på plass eller det var klart at disse ville falle på plass, med unntak av vedtak i generalforsamlingen.

- Ovennevnte opsjon ble av Perestroika fremsatt som et absolutt krav for deltakelse i emisjonen og det konvertible lånet på de angitte vilkår, og formålet var i følge Perestroika å få utstedt aksjene før avholdelse av generalforsamlingen for på denne måten å bedre mulighetene for tilstrekkelig flertall i generalforsamlingen. Tegningskursen på de forhåndsutstedte aksjene var for øvrig lik som resten av emisjonen, og aksjene gikk til fradrag i det samlede antall aksjer som ble tildelt Perestroika i emisjonen (totalt 378, 5 millioner aksjer).
- Perestroika utøvde opsjonen den 16. desember 2013, to dager før avholdelse av den ekstraordinære generalforsamlingen. Før utstedelsen av aksjene eide Perestroika og nærstående 29 % av aksjene i Selskapet. Med utstedelsen av aksjene fikk Perestroika med nærstående en eierandel tilsvarende ca. 57, 5 % av aksjekapitalen.
- Ved utstedelsen av aksjene utløste dermed Perestroika tilbudsplikt i henhold til kypriotiske regler. Som følge av at tilbudet var gjenstand for delt lovvalg og myndighet tok imidlertid prosessen lengre tid en forutsatt, og tilbudet ble derfor ikke godkjent forut for generalforsamlingen. Dette innebar at Perestroika ikke fikk stemme for de aksjer som oversteg tilbudspliktsgrensen, jf. vphl. § 6-8 (5). Transaksjonene ble likevel stemt gjennom på generalforsamlingen med 99 % tilslutning, men det var kun 52,8 % av antall aksjer utstedt som var representert på generalforsamlingen.

### 3 Børsens vurdering

#### 3.1 Gjennomføringen av den rettede emisjonen og utstedelsen av det konvertible lånet

Oslo Børs har vurdert transaksjonene i forhold til det verdipapirrettslige likebehandlingsprinsippet i verdipapirhandelloven § 5-14. Bestemmelsen inneholder et forbud mot forskjellsbehandling som ikke er saklig begrunnet ut fra selskapets og aksjonærfellesskapets interesse. Børsen har inntatt en identisk regel om likebehandling i sine løpende forpliktelser pkt. 2.1. Børsen har i tidligere saker uttrykt at man som utgangspunkt ikke vil overprøve selskapets vurdering av rimelighet eller saklighet, og i tilfelle bare dersom forskjellsbehandlingen er klart usaklig, grovt urimelig eller det er tatt utenforliggende hensyn.

Oslo Børs følger løpende opp saker hvor det kan stilles spørsmål ved likebehandling, herunder der det gjennomføres rettede emisjoner i stedet for fortrinnsrettsemisjoner som er allmennaksjelovens hovedregel. I slike tilfeller er det viktig at selskapet i sin kommunikasjon til markedet og Oslo Børs utfyllende begrunner hvorfor det har valgt å innhente kapital ved gjennomføring av en rettet emisjon, med eller uten påfølgende reparasjonsøvelse. Mangelfull begrunnelse kan i de konkrete tilfeller oppfattes som om det ikke foreligger tilstrekkelig grunn for forskjellbehandling, eller i hvert fall at styret ikke har foretatt tilstrekkelig vurderinger av alternative strukturer for kapitalinnhenting.

I nærværende sak har Selskapet gitt en utfyllende redegjørelse for bakgrunnen for transaksjonene, hvilke handlingsalternativer styret hadde og på hvilket grunnlag Selskapet konkluderte med at forskjellsbehandlingen som den rettede emisjonen og det konvertible lånet innebar var saklig begrunnet ut fra Selskapets og aksjonærfellesskapets interesser. På bakgrunn av den informasjon Oslo Børs har mottatt fra Selskapet om omstendighetene rundt den aktuelle emisjonen, har børsen

kommet til at det ikke foreligger forskjellsbehandling av slik karakter i forbindelse med tilsidesettelsen av fortrinnsretten at det er grunnlag for børsen til å overprøve Selskapets vurdering på dette punktet.

### 3.2 Tildeling av opsjon for Perestroika til å kreve førtidig utstedelse av aksjer

Børsen har foretatt en særskilt vurdering av den opsjonen Perestroika fikk til å kreve aksjer utstedt i forkant av generalforsamlingen slik at man kunne sikre oppslutningen til den foreslåtte løsningen. Etter børsens vurdering er dette en uheldig forskjellsbehandling av en enkeltstående aksjonær som begrenser aksjonærfellesskapets mulighet til å påvirke gjennomføringen av en omfattende refinansiering og restrukturering av Selskapet ved stemmegivning på generalforsamlingen. Det kan i lys av dette stilles spørsmål ved om forskjellsbehandlingen tildelingen av opsjonen representerer, er klart usaklig og/eller urimelig sett hen til Selskapets og aksjonærfellesskapets interesser, eller bygger på utenforliggende hensyn. Ved vurderingen av dette spørsmålet vil det være relevant å se hen til de hensyn som taler for gjennomføringen av transaksjonen på de avtalte betingelser, styrets behandling av saken og arten og graden av forskjellsbehandlingen.<sup>27</sup>

Børsen har gjennomgått en rekke referater fra styremøter i perioden september til og med november 2013. Det fremstår gjennom disse som at styret foretok grundige vurderinger av alternativer til løsningen med Statoil, før det falt ned på at løsningen som involverte Statoil fremstod som den beste for å sikre en langsiktig positiv kontantstrøm. Børsen har ved gjennomgang av styreferatene videre merket seg at styret synes å ha hatt fokus på en forsvarlig og uhildet behandling av refinansieringsplanene blant annet gjennom avholdelse av «independent directors' meetings» og engasjering av en uavhengig rådgiver som avga fairness opinion før lansering av emisjonen.

Når børsen likevel er av den oppfatning at det foreligger et brudd på det verdipapirrettslige likebehandlingsprinsippet i denne konkrete sak, er dette basert på en vurdering av arten og graden av den forskjellsbehandling tildeling av opsjon med rett til førtidig tildeling av aksjer til Perestroika representerer. Børsen har forståelse for at utstedere kan komme i vanskelige dilemmaer i situasjoner som den foreliggende, der selskapet er avhengig av å etterkomme en større aksjonærs betingelser for å foreta en redningsaksjon med vedkommende aksjonærs støtte. Likevel går det etter børsens syn en grense for hva styret på vegne av aksjonærfellesskapet kan akseptere av slike betingelser fra enkeltaksjonærer.

Etter børsens syn innebærer en tildeling som beskrevet i realiteten en tilsidesettelse av det minoritetsvern de kypriotiske selskapsrettslige prosedyrer og flertallskrav skal ivareta, og har dermed elementer ved seg som fremstår klart urimelig og usaklig. Det er også et spørsmål om ikke styret ved sin beslutning om å tildele Perestroika en opsjon som beskrevet – vel vitende om at eneste formålet bak Perestroikas krav var å sikre flertall for en løsning som Perestroika var en stor del av – har sett hen til utenforliggende hensyn. Det vises i den forbindelse til styreferat av 17. november 2013 hvor styremedlem i Songa og kontrollerende aksjonær i Perestroika, Fredrik Mohn, forklarer vilkåret om opsjonen med at denne var «*considered necessary to provide sufficient comfort that the transactions contemplated by Plan A would be led to completion, in particular given the fact that certain other shareholders were working against the proposed Plan A*». På tidspunktet for styrets vedtak om å inngå term sheet med Perestroika som inkluderte den aktuelle opsjonen, synes det således å foreligge en reell usikkerhet om aksjonærfellesskapet ville vedta emisjonene og utstedelsen av det konvertible lånet med tilstrekkelig flertall. Styrets beslutning om å akseptere vilkåret fra Perestroika innebar et tiltak som hadde som formål å redusere denne usikkerheten for Perestroika,

---

<sup>27</sup> Jf. Vedtak og uttalelser 2009 s. 89 (Deling av Rem Offshore – likebehandling og god børsskikk).

potensielt på bekostning av andre aksjonærer i Selskapet som ikke støttet opp om refinansieringsløsningen.

Til tross for at det er børsens konklusjon at det foreligger et brudd på Selskapets likebehandlingsplikt etter løpende forpliktelser pkt. 2.1, jf. vphl. 5-14, vil børsen ikke innstille på sanksjon men funnet det tilstrekkelig å begrense seg til de kritiske merknadene i dette brev.

Det gjøres oppmerksom på at Oslo Børs kan benytte dette brevet som veiledning til andre markedsaktører ved å innta brevet i børsens publikasjon «Vedtak og uttalelser».

#### **4.1.2 Private Placement in Bionor Pharma ASA 4 September 2014 – Equal treatment of shareholders (brev av 30.10.2014)**

Reference is made to the e-mail correspondence with CFO Synne H. Røine in Bionor Pharma ASA (“BIONOR” or the “Company”) regarding Oslo Børs’ request for supplementary information in connection with the private placement carried out on 4 September 2014 (the “Private Placement”).

The background for the equity issue was the Company’s need for capital to reduce the timelines of Vacc-4x development and thereby advance and upheld BIONOR’s “first mover position” in the pursuit of a Functional Cure for HIV. Based on the authorization to issue new shares granted by the Annual General Meeting on 14 May 2014, the Board of Directors (the “Board”) resolved to increase the Company’s share capital by NOK 5,625,000 through the issue of 22,500,000 new shares at a subscription price of NOK 2.35 per share. The equity placement constituted of 9.96% of the issued share capital and a minimum order and allotment size of EUR 100 000.

According to the stock exchange announcement disclosed by the Company on 5 September regarding mandatory notification of trade, Deputy Chairman Øystein Soug, CEO Anker Lundemose and CFO Synne H. Røine purchased a total of 77,660 shares at NOK 2.35 per share in the Private Placement.

Based on the nature of the transaction Oslo Børs has looked into the matter in relation to the Norwegian Securities Trading Act Section 5-14, Oslo Børs’ Continuing Obligations of listed companies section 2.1, NUES chapter 4 and Circular No. 2/2014 and requested the Company to give an account on the background for the transaction and the related circumstances, together with a request for the issuer to explain its assessment in relation to the duty of equal treatment of shareholders.

#### Statement from the Company and the Oslo Børs’ assessment

The Company has provided Oslo Børs with a thorough description of the process leading up to the stock exchange notice and the background and justification of the Company’s decision of differential treatment of shareholders through the Private Placement.

The Board discussed the transaction structure and that not all shareholders would be given the possibility to subscribe for their proportionate part of the offering. They did consider whether virtually the same advantage for the Company could be achieved by using other financing alternatives and that an offering to the shareholders with pre-emptive rights was not likely to result in the required capital. The latter supported by the advisors’ feedback from discussions with the Company’s largest shareholders. Oslo Børs finds the justifications sufficient and in line with the requirement for factual justification (cf. Circular No.2/2014). However, the Company did not publicly disclose their justification for setting the shareholders’ pre-emptive rights aside when conducting the Private Placement which in its nature is a differential treatment of shareholders. In response to the inquiry from Oslo Børs on this matter the Company refers to the publish date of the Circular No. 2/2014 of 3 September 2014, one day prior to the completion of the Private Placement and that

there was no general market practice to publicly disclose justifications at that time. Oslo Børs encourages companies to publicly disclose such an announcement because it is of interest for the companies' shareholders (cf. Circular No.2/2014). In addition, NUES chapter 4 also includes such a recommendation. Oslo Børs stands by its belief that the Company at that time should have published a statement despite the arguments above.

Oslo Børs raises a question about the Board member Øystein Soug's conflict of interest in connection with the assessment and conduction of the Private Placement. The reason for this is that the board's proceedings and impartiality, by Oslo Børs' perception, has a close relation to the assessment of the equal treatment rule. One factor when assessing whether there is an unfair distinction is if it is taken extraneous considerations. There is a greater risk that the board acts arbitrarily or emphasizes extraneous considerations in cases where the board members' participation in the assessment must be considered to have prominent personal or financial interest. When considering cases involving differential treatment of shareholders, which has a side to the equal treatment principle, the board should be particularly aware of that the matter is discussed in a proper and impartial manner. It is Oslo Børs' opinion that the board prior to addressing the issue should consider whether any of the board members have a special interest in the issue indicating disqualification. This seems not to have been the case in regard to Board member Øystein Soug. In addition, since there was a discussion in the Board meeting whether or not to allow the two employees and the Board member to participate in the equity issue with less than EUR 100 000, the impartiality of the Board member is further emphasized.

Oslo Børs has in previous cases expressed the view that it will in principle not seek to re-examine the company's assessment of what constitutes a reasonable and factual basis, and will only act in cases where differential treatment clearly lacks a factual basis, is grossly unreasonable or has been carried out without proper consideration of the circumstances. Based on the information received from the Company about the Private Placement carried out on 4 September 2014, Oslo Børs has concluded that there are no such breaches of the equal treatment principle that causes the stock exchange to re-examine the Company's assessment.

This letter will not be made public but can be incorporated into the publication "Decisions and Statements" for guidance to other market participants.

## **4.2 Løpende informasjonsplikt mv**

### **4.2.1 Kritikkbrev/Generell veiledning**

#### **4.2.1.1 Offentliggjøring av protokoll fra forstanderskapsmøte – Sparebanken 1 Buskerud-Vestfold (e-post av 30.01.2014)**

Oslo Børs viser til børs melding fra Sparebanken 1 Buskerud-Vestfold 17. januar 2014 i forbindelse med offentliggjøring av protokoll fra forstanderskapsmøtet 15. januar. Melding ble offentliggjort klokken 11:15.

Offentliggjøring av vedtak fra forstanderskapet er regulert i løpende forpliktelser 10.5, jfr. 1.2 (2). Her fremgår det at det straks skal meldes at forstanderskapet er avholdt og at det skal meldes eventuelle avvik fra innkallingen. Det er ikke et krav om at protokollen offentliggjøres, men at man velger å offentliggjøre protokollen er god informasjonspolicy overfor egenkapitalbeviserne.

På bakgrunn av dette har selskapet brutt løpende forpliktelser.

Ettersom det ikke var avvik i vedtakene så forfølger ikke børsen denne saken utover denne e-post. Selskapet bes om å ha rutiner for fremtiden for at informasjon fra forstandskapet tilflyter markedet raskt nok.

#### **4.2.1.2 Tidspunkt for melding om salg av eierandel – I.M. Skaugen SE (brev av 10.02.2014)**

Viser til brev fra I.M. Skaugen SE (IMSK) 18. november 2013. Oslo Børs ønsker med dette å gi noen avsluttende kommentarer til selskapets håndtering av informasjonsplikten.

Selskapet offentliggjorde 3. november 2013 en børs melding om salg av sin 50 % eierandel i selskapet Shenghui Gas and Chemical Systems. Selskapet hadde siden offentliggjøring av foreløpige resultat for 2012 angitt at denne eiendelen skulle realiseres iløpet av 2013.

Kort oppsummert har IMSK redegjort som følger for hendelsesforløpet:

Selskapet hadde siden høsten 2012 vært i diskusjon med potensielle kjøpere av Shenghui. Flere intensjonsavtaler ble inngått men sensommeren 2013 brøt forhandlingene sammen. I etterkant av dette ble IMSK kontaktet av sin joint venture partner, Mr. Zhou, om at sistnevnte skulle finne en potensiell kjøper til IMSKs 50 % eierandel. Det ble fremsatt en mulig gruppe av investorer som kunne kjøpe aksjene. Selskapet kjente ikke til hvem disse var og det har vært stilt spørsmålstegn ved motpartens evne til å skaffe nødvendig finansiering. På denne bakgrunn inngår IMSK en betinget avtale 29. oktober hvor det settes som krav at det må innbetales en delbetaling på RMB 10 millioner innen 5 arbeidsdager og det gjenstående beløpet på RMB 249 skulle innbetales innen 29. november. Ettersom IMSK hadde opplevd forhandlingene med Mr. Zhou som krevende og uforutsigbare ønsket de ikke å gå ut med melding om salget før delbetalingen var godgjort innbetalt. Dette skjedde gjennom en bekreftelse 1. november.

Oslo Børs er ikke enig med selskapet i at det oppstod meldepliktig innsideinformasjon først den 1. november da delbetalingen var godtgjort innbetalt. Avtaleinngåelsestidspunktet vil normalt representere det seneste tidspunkt hvor innsideinformasjon oppstår. I mange tilfeller vil innsideinformasjon oppstå tidligere mens det forhandles. Da selskapet har vært åpen, gjennom sin kommunikasjon med markedet, om at et mulig salg innen utgangen av 2013 kan det argumenteres for at innsideinformasjon først oppstod ved avtaleinngåelsen i denne saken. Børsen kan imidlertid vanskelig se at det først oppstod innsideinformasjon ved en bekreftelse av innbetalingen som skjedde 1. november. En slik forståelse av informasjonsplikten er ikke i overensstemmelse med tidligere praksis. Det kan dog tenkes, hvis selskapet hadde fattet beslutning om det, at meldeplikten kunne utsettes jfr. verdipapirhandelloven § 5-3. I så tilfelle skulle selskapet underrettet Oslo Børs om forholdet jfr. verdipapirforskriften § 5-1. Begrunnelsen for en utsatt offentliggjøring i denne konkrete saken, ville da vært den usikkerheten selskapet mente det lå i om motparten ville gjennomføre avtalen gjennom delinnbetaling. Dette har børsen i enkelte saker tidligere vurdert som rettmessig grunnlag for utsatt offentliggjøring, selv om det i det fleste avtaleforhold ikke vil kunne benyttes. Dermed har selskapet tilsidesatt sin plikt i ca. 2 døgn. Det forutsettes i dette at informasjonen om innbetalingen 1. november ikke skjedde i børsens åpningstid Oslo Børs ser alvorlig på at selskapet i denne situasjonen ikke har overholdt regelverket.

I tillegg til informasjonsplikt oppstår det også andre forpliktelser iht. verdipapirhandelloven når det foreligger innsideinformasjon. Det er bl.a. krav om at konfidensialitet må bevares hvis man velger å ikke offentliggjøre informasjonen umiddelbart. Dette gjelder også iløpet av døgnet når børsen er stengt og iløpet av helgen. Oslo Børs finner ingen grunn til å mistenke at selskapet ikke har overholdt denne forpliktelsen. Derimot oppstår det samtidig en plikt til å føre innsidelister etter vphl § 3-5. Det kan vi ikke se at selskapet har gjort og således er dette et brudd som børsen rutinemessig må

rapportere til Finanstilsynet. Listeføringsplikten gjelder også på tidspunkter børsen er stengt og i løpet av helgen så sant ikke meldingen offentliggjøres umiddelbart.

Videre har selskapet iløpet av 2013 brukt overskuddslikviditet til å kjøpe tilbake egne obligasjoner. IMSK har i den forbindelse hatt en intern regel om at vesentlighetskravet i obligasjonsreglene 3.3 (1) nr. 6 defineres til 10 % av den til enhver tid utestående obligasjonsgjeld. Denne grensen ble overskredet i juni ved et kjøp på MNOK 107. Dette ble kommunisert i slutten av juni. Oslo Børs har ikke grunnlag for å si at dette er en feilvurdering fra selskapet, men ønsker å minne om at fristen er straks grensen er overskredet.

Oslo Børs avslutter saken med dette brev. Oversittelsen av fristen til å melde innsideinformasjon er betydelig. På grunn av selskapets uttalte strategi om salg av virksomheten, i tillegg til den beskjedne kursutviklingen etter avtalen ble kjent, medfører at børsen ikke vil benytte andre sanksjonsmidler enn den kritikk som fremkommer i dette brev. Bruddet på listeføringsplikten vil som nevnt bli oversendt Finanstilsynet. Vi ber om at selskapet omerindrer sine rutiner slike at lignende brudd på regelverket ikke forekommer i fremtiden.

Oslo Børs vil ikke offentliggjøre dette brevet, men kan bruke det i forbindelse med den årlige publikasjonen «Vedtak og uttalelser» til bruk som veiledning overfor andre markedsaktører.

#### **4.2.1.3 Konsernintern fisjon og kapitalendring – Entra Eiendom AS (brev av 26.02.2014)**

Viser til brev fra Entra Eiendom AS («Entra» eller «Selskapet») av 17. februar 2014 vedrørende ovennevnte.

Selskapet har opplyst at fisjonen ble vedtatt 12. november 2013 hvor eiendommer direkte eid av Selskapet ble overført til et nyopprettet selskap. Fisjonen ble registrert i Foretaksregisteret 2. januar 2014. Det nyopprettede selskapet var initielt eid av Entra Holding AS, men ble umiddelbart etter fisjonen overført til Selskapet som aksjeinnskudd i kapitalforhøyelse. Omorganiseringen ble gjort for å oppnå en konsernmodell og var ikke i strid med Selskapets låneavtaler for de utstedte obligasjonslån og medførte ingen endring i Selskapets verdijusterte egenkapital eller svekkelse av Selskapets finansielle posisjon. Hverken selskapets bankforbindelse eller Norsk Tillitsmann hadde motforestillinger vedrørende omorganiseringen. Oslo Børs er på denne bakgrunn enig i Selskapets vurdering av informasjonsplikten jfr. obligasjonsreglene 3.2.

Derimot har børsens obligasjonsregler punkt 3.3 (1) nr. 3 en forpliktelse, for selskaper med obligasjonslån notert på en av Oslo Børs' markedsplasser, å offentliggjøre: *«Forslag og vedtak av låntagers kompetente organer om selskapsrettslige endringer slik som fusjon, fisjon, omdanning og ikke ubetydelige endringer av låntagers egenkapital.»* Dette har Selskapet ikke gjort og har opplyst at dette skjedde ved en inkurie. Hensynet til regelen er at markedet alltid har behov for en del basis informasjon om selskapene som har noterte finansielle instrumenter. Dette er informasjon som markedsaktørene forventer at Selskapet oppdaterer markedet med. Oslo Børs tar til etterretning at mangelen på melding skjedde ved en inkurie men forventer at Selskapet unngår lignende brudd på regelverket.

Børsen har med dette avsluttet sine undersøkelser i saken.

Børsen vil ikke offentliggjøre dette brevet men kan bruke det i børsens publikasjon «Vedtak og uttalelser» som veiledning for markedsaktørene.

#### **4.2.1.4 Bytte av debitor – Nord-Trøndelag Elektrisitetsverk Holding AS (brev av 03.03.2014)**

Oslo Børs viser til henvendelse til Nord-Trøndelag Elektrisitetsverk Holding AS («Selskapet») i forbindelse med obligasjonslånet NTFY25 PRO som ble overtatt av Siso Energi AS, jfr. børsmelding av 27. desember 2012. Oslo Børs har også mottatt en muntlig tilbakemelding fra Selskapet.

Oslo Børs har forstått bakgrunnen for børsmeldingen dithen at Selskapet har inngått en avtale med Østfold Energi AS, NTE Energi AS og Siso Energi AS hvor det nevnte lånet inngår. Lånet er i den forbindelse overført til Siso Energi som er ny debitor for lånet.

Oslo Børs' regler for Nordic ABM utstedere, ABM reglene, inneholder krav til varsling av Oslo Børs i slike tilfeller. Det vises i den forbindelse til ABM-reglene 3.1.5 (1) nr.6 og 3.1.5 (3):

##### *3.1.5 Opplysninger til Nordic ABM*

*(1) Låntager skal straks gi Nordic ABM opplysninger om endringer i følgende forhold;*

...

*6. Endringer i låneavtaler*

..

*(3) Dersom obligasjonene ikke lenger antas å oppfylle vilkårene for opptak til notering på Nordic ABM skal dette straks meldes til Nordic ABM.*

Oslo Børs mener på bakgrunn av ovennevnte regelverk at Selskapet hadde en umiddelbar forpliktelse til å informere Oslo Børs om endringer i låneavtaler og at lånet NTFY25 PRO ikke lenger var egnet for notering på Nordic ABM. Bakgrunnen for dette er at Siso Energi ikke var utsteder for lånet da dette ble tatt opp til notering på Nordic ABM, og at børsen dermed ikke hadde vurdert lånets egnethet for notering med Siso Energi som utsteder. Siso Energi hadde således heller ikke påtatt seg å etterleve de forpliktelsene som gjelder for et utstederforetak med obligasjoner notert på Nordic ABM.

I tillegg er det ytterligere alvorlig at børsmeldingen av 27. desember 2012 ikke inneholdt tilstrekkelig informasjon til at markedsaktørene eller børsen kunne forstå at NTFY25 PRO var overdratt til Siso Energi. Slik sett oppfylte heller ikke Selskapet forpliktelsene i ABM-reglene pkt. 3.2.2. (1) nr. 10 hvor det fremgår at låntaker straks skal varsle markedet om debitorskifte. Dette innebar at det tok over ett år før børsen ble oppmerksom på forholdet og suspenderte lånet.

På denne bakgrunn har selskapet brutt ABM-reglene pkt. 3.1.5 (1) nr. 6 og samme bestemmelse 3. ledd, samt ABM-reglenes 3.2.2 (1) nr. 10.

Selskapet har informert oss om at det kun er én innehaver av lånet, og at dette er en profesjonell institusjonell investor. Børsen har derfor grunn til å anta at denne investoren har vært delaktig i prosessen med overdragelsen av lånet. Selv om børsen anser bruddet på regelverket til å være alvorlig, synes det dermed som konsekvensene av regelbruddet i denne saken har hatt et begrenset skadeomfang.

Oslo Børs avslutter saken med dette brev og ber Selskapet ivareta sine forpliktelser for fremtiden på en bedre måte. Brevet kommer ikke til å bli offentliggjort, men kan brukes som veiledning til markedsaktørene i børsens publikasjon «Vedtak og uttalelser».



#### **4.2.1.5 Award of contract - SeaBird Exploration PLC (brev av 07.03.2014)**

Reference is made to the e-mail correspondence in the period 7 – 24 February regarding the stock exchange announcement disclosed by SeaBird Exploration PLC (“SBX” or the “company”) on 3 February 2014 at 09:18 hours (CET).

The stock exchange announcement of 3 February stated that SBX had been awarded a contract for the acquisition of a 2D seismic survey in East Africa with a value of approximately USD 16 to 17 million. Oslo Børs noted that the company’s share price increased by approximately 6.8 % during 15 minutes after the disclosure. The highest share price on Monday 3rd was NOK 2.74 at 10:02 (+ 9.6 %). In addition, the trading volume in the SBX shares was considerably higher than what is normal for the stock.

##### Statement from the company

The company has provided Oslo Børs with a description of the process leading up to the contract award referred to in the stock exchange announcement of 3 February. SBX entered into a letter of acknowledgment regarding a tender process for the acquisition of a 2D seismic survey on 13 September 2013. Further contract negotiations between the parties got momentum with the secured financing of the counterparty in mid-January 2014. However, no letter of intent, memorandum of understanding or other binding documents were entered into during these negotiations.

During the week beginning with Monday 27 January the parties continued to negotiate the terms of the agreement, and the final contract was signed by SBX on Sunday 2 February. At this point in time, according to SBX, the contract was effective and the company’s intention was to disclose the contract award before the trading commenced on Oslo Børs the following day. The announcement was however not disclosed before at 09:18 due to a misunderstanding and communication problems within the company.

In the opinion of the company the information related to the contract negotiation constituted “inside information”, as defined by Section 3-2 in the Securities Trading Act (“STA”), at the earliest on Friday 31 January at 15:14. At this point in time SBX received an e-mail from their counterparty including a signed final version of the agreement for SBX’s review and countersignature. Oslo Børs notes that SBX appears to base its reasoning on a rather high threshold with regard to at what point in time the steps, leading up to the entering into of the contract award, constituted inside information. However, based on an overall assessment of the facts presented by SBX outlining the high level of uncertainty in the period leading up to the final approval and signed agreement, the exchange has decided not to rebut SBX’s assessment on this matter. SBX has in this respect particularly pointed out their counterparty is a foreign, new company in the oil and gas market with little track record, operating in an unfamiliar and demanding jurisdiction and whom the Company had never before had any contact with or in any ways was familiar with. Further, the parties had not entered into any binding agreements during the tender process or negotiations such as a MoU or a letter of intent.

##### Legal background and considerations

The primary rule regarding disclosure of inside information is that “an issuer shall without delay and on his own initiative publicly disclose inside information which concerns the issuer directly” (cf. STA Section 5-2).

Normally a “step by step” process such as the one at hand will involve a right to delay publication given that certain requirements and procedures are fulfilled (cf. STA Section 5-3). Given that the

inside information was not disclosed in the afternoon on Friday 31 January when the e-mail with the signed agreement was received by SBX, it is the exchange's opinion that the Company should have complied with the requirements and procedures applying when making use of the right to delay inside information. In addition to maintaining confidentiality, this would require SBX to draw up a list of persons who had access to the inside information (cf. STA Section 3-5) as well as notifying Oslo Børs of the decision to delay publication (cf. the Regulations to the Securities Trading Act Section 5-1). Neither of the two latter was fulfilled and no decision to delay publication was made in this case.

The company argues that it did not understand that the e-mail from their counterparty included inside information until after the close of trading at the exchange. The reason for this was, in brief, that the management of SBX was advised by their contract team that "It is likely we will only receive signed agreement by close of business UK time" and hence the e-mail with the signed agreement was received unexpectedly at 15:14. At that point in time the company's management was on to other commitments and did not immediately review the material received. Finally SBX explains that "SeaBird started the review of the material received as soon as it could. Only when the review was completed, it was clear to SeaBird that the contract could and would be signed by SeaBird (and therefore the status likely constituted inside information), but at this time, the Oslo Stock Exchange was closed, and the intention was then to announce on Monday morning"

In the opinion of Oslo Børs, SeaBird Exploration should have had in place routines for wielding situations where sensitive information is received during the opening hours of the exchange. In this particular situation SBX should have understood that the information contained in the e-mail received from their counterparty on Friday 31 January at 15:14 constituted or potentially could constitute inside information. SBX was expecting to receive a signed agreement, and hence this ought to lead to a state of readiness which would have made it possible to respond adequately even when the information arrived sooner than expected. We also note that the e-mail was sent to at least four members of the SBX management. Consequently, the company should have been able to decide to delay public disclosure, thus evoking a list of insiders and notify the exchange before trading on Oslo Børs closed.

Even if the immediate duty to disclose inside information is limited to the opening hours of the exchange (given maintenance of confidentiality) the duty to maintain a list of insiders in accordance to the STA Section 3-5 is effective at all times. SBX produced and submitted a list to Oslo Børs in retrospective, based on transcript of the information track by e-mail. Oslo Børs is of the opinion that this is not sufficient in order to fulfil the requirements. The Financial Supervisory Authority of Norway ("Finanstilsynet") is the competent authority in this respect. Due to the fact that no formal list was drawn up by the company; Oslo Børs will as a matter of routine report this to Finanstilsynet.

Further, Oslo Børs finds reason to criticize the company's information handling on Monday 3 February. As a result of the delay until 09:18, the opening auction and several subsequent trades were executed without the knowledge of the contract award. Oslo Børs emphasize that it is the company's sole responsibility to ensure that a notification is timely publicly disclosed.

### Conclusion

Oslo Børs is confident that the company shares our concern for correct and timely disclosure of information and for regulatory compliance in general, and trusts that the company will examine and implement the necessary routines to manage its disclosure and filing obligations in the future. In respect of this we take into consideration that the company's routines already are under review for improvements.

With this letter the matter is concluded at the exchange. Please note that this letter may be used for educational purposes as guidance to other market participants or included in our publication "Decisions and statements made by Oslo Børs".

#### **4.2.1.6 Award of contract - EOC Limited (brev av 02.04.2014)**

Reference is made to the e-mail correspondence in the period 5–31 March 2014 regarding the stock exchange announcement disclosed by EOC Limited ("EOC" or the "Company") on 4 March 2014 at 17:12 hours (CET).

The stock exchange announcement of 4 March stated that EOC had been awarded a contract worth USD 100 million for Lewek Conqueror. Oslo Børs noted that the Company's share price increased by 21.5 % on 5 March. In addition, the trading volume in the EOC shares was considerably higher than what is normal for the Company.

##### Statement from the Company

The Company has provided Oslo Børs with a description of the process leading up to the contract award referred to in the stock exchange announcement of 4 March.

The marketing of the contract was done by EMAS Offshore Pte. Ltd. which is a wholly owned entity of the Ezra Group which holds 45.7% of EOC's share capital. On 3 March EMAS gave feedback on the work regarding a potential contract for Lewek Conqueror. EOC received the salient terms through discussions with EMAS between 3:45 pm to 5 pm on 3 March (Singapore time). This included the potential size of the project but not whether the potential contract would be on a bareboat or timecharter basis. This would have a significant impact on the aggregate value of the award. On the following day the terms were verified and checked through further discussions and communications with EMAS. These terms were subsequently confirmed and accepted by the senior management of EOC with final approval at about 6 pm on 4 March (Singapore time) and the announcement was made near midnight (Singapore time) the same day (at 17:12 CET).

The Company started maintaining a list of insiders on 3 March and maintained such a list until the announcement was released to the market. The Company also focused all resources on verifying the terms as quickly as possible, so that the announcement could be released at the earliest possible time. However no notification was given to the exchange.

##### Legal background and considerations

The primary rule regarding disclosure of inside information is that "an issuer shall without delay and on his own initiative publicly disclose inside information which concerns the issuer directly" (cf. Securities Trading Act ("STA") Section 5-2).

Normally in a "step by step" process, inside information may arise before the final terms are concluded. Usually inside information arise when a contract is reasonably expected to come into effect or if the step in the process constitute inside information in itself. In situations as the one at hand the Company can invoke a right to delay publication given that certain requirements and procedures are fulfilled (cf. STA Section 5-3).

It follows from the Company's statement that EMAS will feedback potential awards to EOC as and when defined and that EOC will then consider the acceptability of the client and its key terms. On 3 March, the Company received feedback from EMAS on the salient terms including the potential size of the project. Even though the final terms were not verified including whether the contract was on a

bare boat or time charter, it is our opinion that after discussions with EMAS during the afternoon on 3 March (Singapore time), it was likely that the award would be accepted and approved by the Company. In this assessment the potential size of the award gives reason to define the information at that point in time as inside information. Given that this information constituted inside information and that it was not disclosed immediately, it is the exchange's opinion that the Company could have made use of the right to delay publication of inside information. In this a notification requirement to the exchange arose (cf. the Regulations to the STA Section 5-1).

The Company argues that it used all resources in verifying the terms and thereby being able to disclose the day after. In the opinion of Oslo Børs, EOC should have notified the exchange of the potential contract award already after the discussions with EMAS on 3 March. In this particular situation EOC seems to apply a too high degree of certainty before it deems it necessary to contact the exchange.

Thus the Company has breached its continuing obligations as a listed company, however we have not recommended any formal sanctions in way of a violation charge. This is due to the relatively short time for the delay in disclosure and that the Company appears to have been aware of its duties of confidentiality and due care in handling the information before disclosure by e.g. drawing up a list of people with access to the aforesaid information.

#### Conclusion

Oslo Børs is confident that the Company shares our concern for correct and timely disclosure of information and for regulatory compliance in general, and trusts that the Company will examine and implement the necessary routines to manage its disclosure and filing obligations in the future.

With this letter the matter is concluded at the exchange. Please note that this letter may be used for educational purposes as guidance to other market participants or included in our publication "Decisions and statements made by Oslo Børs".

#### **4.2.1.7 Offentliggjøring av årsrapport og innkalling til generalforsamlingen – Stolt-Nielsen Limited (e-post av 04.04.2014)**

Oslo Børs viser til samtale mellom børsen og Stolt-Nielsen Limited («Selskapet») 26. mars 2014 vedrørende offentliggjøring av årsrapport for 2013 og innkalling til ordinær generalforsamling. Selskapet offentliggjorde melding om både årsrapporten og informasjon om innkallingen til generalforsamling 24. mars men uten å legge ved årsrapporten og innkallingen i børsmeldingen. Disse ble først offentliggjort 26. mars.

Oslo Børs løpende forpliktelser har en rekke bestemmelser om offentliggjøring av denne type informasjon, samt lagring i den offisielle lagringsmekanismen i Norge (OAM) som gjenspeiles på [www.newsweb.no](http://www.newsweb.no). Løpende forpliktelser 10.3 (2) har en bestemmelse om at innkallingen til generalforsamlingen skal offentliggjøres med vedlegg. Offentliggjøring betyr i denne sammenheng en bred distribusjon av innkallingen med vedlegg for eksempel gjennom Oslo Børs sin nyhetstjeneste eller andre tilsvarende tjenester. I tillegg til offentliggjøringen skal både årsrapporten og innkallingen lagres samtidig i OAM jfr. løpende forpliktelser 5.2. Dette skal da skje uavhengig av nyhetsleverandør. Denne lagringen oppfylder de forpliktelser som følger av EUs rapporteringsdirektiv. I dette ligger det at det ikke er tilstrekkelig å legges disse dokumentene på selskapets hjemmeside.

Avslutningsvis ønsker Børsen og å påpeke at løpende forpliktelser 3.6 også innehar regler om at alle meldinger som sendes til aksjonærene også skal offentliggjøres og lagres senest samtidig med utsendelsen til aksjonærene. Dette gjelder typisk årsrapporter og innkallinger til generalforsamling.

Selskapet har dermed ikke oppfylt sine forpliktelser etter ovennevnte bestemmelser og har således brutt de løpende forpliktelsene. I denne konkrete saken er ikke oversittelsen betydelig og Selskapet rettet opp i feilen med en gang dette ble påpekt av Børsen. Dog ser det ut til at Selskapet også unnlot å offentliggjøre og lagre de samme dokumentene i 2013. Oslo Børs finner kun meldinger som ble offentliggjort 4. og 18. mars og ingen av disse meldingene inneholder de aktuelle dokumentene. Vi påpekte også i 2012 i forbindelse med innkallingen til generalforsamling at enkelte vedlegg til innkallingen manglet. Oslo Børs ber derfor Selskapet om å påse for fremtiden at man overholder disse forpliktelsene.

Oslo Børs vil ikke forfølge denne saken videre utover denne e-posten. Vi vil ikke offentliggjøre e-posten, men den kan inngå som en del av Børsens «Vedtak og uttalelser» som veiledning til andre markedsaktører.

#### **4.2.1.8 Offentliggjøring av finansiell kalender – EAM Solar ASA (brev av 08.05.2014)**

Det vises til henvendelser til EAM Solar ASA 17. januar 2014 om offentliggjøring av finansiell kalender for 2014, samt telefonsamtaler den 31. januar og 5. mai 2014.

I den forbindelse vises det til løpende forpliktelser punkt 4.5 vedrørende offentliggjøring av finansiell kalender. Fristen for å offentliggjøre en slik kalender er innen 31. desember for det påfølgende kalenderår.

Selskapet har brutt løpende forpliktelser ved å ikke offentliggjøre kalenderen innen fristen. I tillegg har børsen påpekt mangelen ved flere anledninger og dette ytterligere forsterker selskapets manglende oppfølging av regelverket. Den finansielle kalender ble først offentliggjort 5. mai 2014.

Oslo Børs ber selskapet om å gjennomgå sine rutiner slik at manglende offentliggjøring av finansiell kalender ikke forekommer i fremtiden.

Oslo Børs vil ikke forfølge saken videre utover dette brev, men brevet kan inngå som en del av børsens «Vedtak og uttalelser» som veiledning for andre markedsaktører.

#### **4.2.1.9 For sen offentliggjøring av innkalling til generalforsamling – Repant ASA (brev av 13.06.2014)**

Oslo Børs viser til børsmelding av 26. mai 2014 fra Repant ASA vedrørende innkalling til generalforsamling 27. mai 2014. Offentliggjøring av denne innkallingen og lagringen i den offisielle lagringsmekanismen (OAM) ble ikke gjort før 26. mai, og da først etter at Oslo Børs hadde gjort selskapet oppmerksom på manglende offentliggjøring.

Oslo Børs legger til grunn, etter samtale med selskapet, at innkallingen til aksjonærene er gjort i henhold til allmennaksjeloven, altså at aksjonærene fikk tilsendt innkallingen minst tre uker tidligere. Løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper pkt. 10.3 (2), 3.6 og 5.2 krever i tillegg at meldinger til aksjonærene skal offentliggjøres, samt lagres i den offisielle lagringsmekanisme (OAM) senest samtidig med at meldingen sendes aksjonærene. Dette ble ikke gjort rettidig i forbindelse med denne innkallingen. Oslo Børs opplever ved jevne mellomrom at sene offentliggjøring skaper problemer for utenlandske aksjonærer, som eventuelt ønsket å stemme, ved at de ikke fanget opp innkallingen før den ble offentliggjort på [www.newsweb.no](http://www.newsweb.no). Dette gjelder hovedsakelig de aksjonærene som er forvalterregistrert i VPS, ettersom de baserer seg på informasjon fra agentbanken i Norge, som igjen oppdager innkallingen gjennom offentliggjøringen. Videre kan også en innkalling til

generalforsamling være av interesse for potensielle aksjonærer eller andre markedsaktører. Det er ingen aksjonærer som har klaget til Oslo Børs i denne konkrete saken.

I tillegg inneholdt ikke innkallingen antall aksjer og stemmer som kan møte og stemme på generalforsamlingen. Dette er et brudd på løpende forpliktelser 10-3 (3).

Selskapet har ikke oppfylt sine forpliktelser iht. ovennevnte bestemmelser og Børsen ønsker med dette å understreke at det er selskapets ansvar at meldinger offentliggjøres og lagres rettidig. Dette for å sikre at både nye og eksisterende aksjonærer får informasjonen på samme tidspunkt og at informasjonen ligger lagret i en offisiell lagringsmekanisme. Når offentliggjøringen skjer kun en dag før generalforsamlingen skal avholdes, er det en risiko for at mange aksjonærer ikke vil kunne rekke å gjøre nødvendig forberedelser eller posisjonere seg for de foreslåtte disposisjoner som det eventuelt skal stemmes over.

Det som ytterligere gjør bruddet alvorlig er at selskapet også unnlot å offentliggjøre og lagre innkallingen til den ordinære generalforsamlingen for 2013. Selskapet ble kritisert av Oslo Børs for den overtredelsen. Oslo Børs merker seg videre at selskapet mottok et kritikkbrev fra børsen i 2011 i forbindelse med manglende varslings av børsen ved utsatt offentliggjøring. I tillegg oversendte Oslo Børs en sak til Finanstilsynet for mangelfullt førte innsidelister jfr. verdipapirhandelloven § 3-5.

Ettersom Selskapet har mottatt flere kritikkbrev fra Oslo Børs, samt blitt rapportert til Finanstilsynet, har Oslo Børs vurdert om Repant er egnet for notering jfr. løpende forpliktelser 15.1 første og andre ledd. Dersom selskapet ikke skulle være egnet for notering vil det medføre at selskapets aksjer strykes fra notering. Oslo Børs har konkludert med at selskapet så langt ikke har fulgt regelverket i en rekke tilfeller, men dog ikke på en slik måte at en strykning av selskapets aksjer vil være riktig sanksjon. En strykning vil medføre vesentlige ulemper for aksjonærene og det veier tungt i børsens vurdering. Børsen ville kunne gitt en mer formell sanksjon i form av offentlig kritikk eller overtredelsesgebyr, men har i denne saken igjen valgt å falle ned på et kritikkbrev. I eventuelle fremtidig brudd på børsens løpende forpliktelser, eller annet relevant regelverk, vil de kritikkbrev som hittil er sendt veie tungt i valg av reaksjonsform. Oslo Børs ber derfor selskapet å endre sine rutiner slik at lignende brudd ikke forekommer.

Vi ber også om et møte med selskapet for å gjennomgå regelverket og forsikre oss om at det er tilstrekkelig kompetanse hos ledelsen av et børsnotert selskap. Et egnet tidspunkt for et slikt møte vil avtales særskilt.

Brevet vil ikke bli offentliggjort, men kan inngå i børsens årlige utgivelse «Vedtak og uttalelser».

#### **4.2.1.10 Obligation to Publish Annual Financial Report - Sterling Resources PLC (brev av 23.06.2014)**

As stated in the ABM rules section 3.4.7 the financial report for the full year shall be made public as soon as possible after the end of the relevant period, but at the latest within four months thereafter.

Sterling Resources PLC did not publish the financial report for the full year within the deadline of 30 April 2014. The report was first made public on 17 June 2014. The annual financial report for Sterling Resources Ltd., which is the parent company of Sterling Resources PLC, was made public on 16 April 2014, but this is not sufficient to comply with the rule. It is the issuer of the securities that shall make its report public.

Oslo Børs deems financial information as important information for investors' possibility to price the issuers bonds according to the financial solidity of the company. Therefore the deadlines for the publication of financial information are important and should be complied with.

Oslo Børs views the breach of this obligation as a serious matter. We ask the company to assess its internal routines for publication of financial reports so this does not recur in the future.

Oslo Børs will not pursue the matter beyond this letter.

The letter will not be made public, but can be part of the publication "Decisions and Statements" for educational purposes.

#### **4.2.1.11 Informasjonshåndtering – kontakt med journalister – NEXT Biometrics Group ASA (brev av 03.07.2014)**

Det vises til e-post korrespondanse mellom NEXT Biometrics Group ASA (NEXT eller Selskapet) og Oslo Børs vedrørende selskapets informasjonshåndtering i forbindelse med selskapets børsmelding av 26. mai 2014 kl. 23:32 med tittel; «NEXT Biometrics signs strategic cooperation and investment agreement with FOXCONN<sup>28</sup>»

Den påfølgende dag 27.mai 2014 trykker Finansavisen et større oppslag om saken med tittel; «Foxconn inn i Next Biometrics». Artikkelen<sup>29</sup> presenterer den samme nyheten som børsmeldingen og holder samme detaljnivå.

NEXT oppgir i dialog med Børsen at man etter børsslutt den 26. mai, organisert av sine informasjonsrådgivere, hadde en samtale med Finansavisen om saken.

Informasjonen ble gitt under den uttrykkelige forståelsen at nyheten var taushetsbelagt frem til børsmelding om avtalen var blitt offentliggjort, og først skulle komme i papirutgaven den påfølgende dag, 27. mai. Arbeidet med å ferdigstille børsmeldingen pågikk parallelt med samtalen med Finansavisen og ble sendt ut senere på kvelden den 26. mai. Informasjon om avtalen og dens innhold er derfor videreformidlet til utenforstående av selskapet selv før markedet ble informert om det samme.

Det fremkommer av vphl. §§ 3-1, 5-1, 5-2, 5-12 at bestemmelsene om Selskapets plikter i forbindelse med håndtering og distribusjon av innsidainformasjon gjelder fra søknadstidspunktet for notering, dvs den 19. mai 2014.

Avtalen med Foxconn synes for Børsen å utgjøre innsidainformasjon der prissensitiviteten i nyheten kunne observeres i handel på OTC listen hos Verdipapirforetakenes forbund (NOTC)<sup>30</sup>. I den utstrekning man legger dette til grunn vil selskapet være bundet av adferdsreglene i vphl. kap. 3 og 5 (del I og III) også i en fase der man kun har søkt om notering på regulert markedsplass, uavhengig av om aksjene omsettes OTC.

I vedlegg til børssirkulær 18/2007 pkt. 4 og 14/2007 pkt. 3.7 fremgår det at Oslo Børs har antatt at utstedere kun er forpliktet til å offentliggjøre informasjonspliktige opplysninger i børsens åpningstid. Ved en eventuell formidling av slike opplysninger utenom åpningstiden gjelder plikten til «bred distribusjon» og «lagring» i samsvar med prinsippene for offentliggjøring som er klart angitt i vphl §

---

<sup>28</sup> <http://www.newsweb.no>

<sup>29</sup> Finansavisen tirsdag 27.mai 2014 s. 26 (henvist 1. side) «Prestisjeavtale for Next Biometrics» etc.

<sup>30</sup> <http://www.vpff.no/NOTC>

5-12, jf. løpende forpliktelser pkt. 5.1 og 5.2. Selskapet har således vært i brudd med ovennevnte bestemmelser i denne saken.

Børsen er etter dette også svært kritisk til at Selskapet selv initierer kontakt og videreformidler innsideinformasjon til journalister. Etter børsens syn vil pressen ikke være «vedkommende»<sup>31</sup> jfr. vphl. § 3-4 annet ledd til å motta innsideinformasjon, og selskapet har således overtrådt vphl. § 3-4 første ledd. Denne bestemmelsen forvaltes av Finanstilsynet, og Oslo Børs er forpliktet til å rapportere mulige brudd på den samme. Dette forholdet oversendes derfor rutinemessig til Finanstilsynet.

Etter en samlet vurdering av saken har Oslo Børs besluttet å avslutte saken om informasjonsplikt uten at det ilegges sanksjon i form av overtredelsesgebyr etter børsforskriften § 31. En har lagt vekt på at selskapet var i en søknadsposisjon og ikke ennå notert på regulert markedsplass.

Oslo Børs vil ikke sende pressemelding i anledning kritikken som fremkommer i dette brev, men vil kunne gjøre dette kjent gjennom publikasjonen «Vedtak og Uttalelser».

Selskapet er i dag notert på Oslo Axess, det legges til grunn at selskapet gjennomgår sine rutiner for informasjonshåndtering.

#### **4.2.1.12 Offentliggjøring av kapitalendring - Magseis (brev av 08.08.2014)**

##### Vedrørende kapitalendring juni 2014

Viser til e-post fra Oslo Børs samt børs melding 2. august 2014 vedrørende registrering av ny aksjekapital. Aksjekapitalen ble registrert i foretaksregisteret 25. juni 2014.

Løpende forpliktelser 11.4 (3) oppstiller et krav om at selskapet straks skal offentliggjøre når endringer av selskapets aksjekapital er registrert i Foretaksregisteret. Selskapet sendte riktignok en melding 12. juni om hva den endrede kapitalen ville bli, men ikke hvilket tidspunkt registreringen ville finne sted. Løpende forpliktelser krever uansett en melding straks registreringen har funnet sted.

Vi vil minne Magseis om at antall utestående aksjer brukes i mange sammenhenger og er et viktig grunnlag i forbindelse med overholdelse av for eksempel flaggebestemmelsen i verdipapirhandelloven § 4-3. Hvis kapitalen er feil på grunn av manglende oppdateringer fra selskapet kan investorer flagge på feil grunnlag som gjør at markedet mottar feilaktig informasjon eller ikke mottar flaggemeldinger som ellers skulle vært offentliggjort. Det finnes også andre bestemmelser som er avhengig av riktig antall utestående aksjer, samt børsens indekser.

Selskapet har i denne forbindelse brutt løpende forpliktelser 11.4 (3) og over en relativt lang periode. Børsen gjorde selskapet oppmerksom på bruddet, og da rettet selskapet raskt mangelen. På denne bakgrunn og at det ikke har forekommet lignende brudd tidligere, avslutter vi saken med dette brev. Vi ber om at selskapet for fremtiden merker seg forpliktelsen.

Brevet vil ikke bli offentliggjort, men kan inngå som en del av Børsens publikasjon «Vedtak og uttalelser».

#### **4.2.1.13 Virkeområdet for plikt til oversendelse av lister over primærinnsidere og nærstående - aksjer og egenkapitalbevis (e-post av 14.08.2014)**

E-post fra Oslo Børs:

---

<sup>31</sup> Vedtak og uttalelser 2011 s. 105



Viser til spørsmål om anvendelsesområdet til vphl. § 3-6 (3) og (4) – plikten til oversendelse av lister over primærinnsidere og nærstående.

Som det uttrykkelig fremkommer av vphl. § 3-6 (3) gjelder reglen om innsendelse til Oslo Børs av lister over primærinnsidere kun i forhold til noterte aksjer (og egenkapitalbevis, jfr. 6. ledd). Bestemmelsen gjelder ikke i forhold til noterte obligasjoner. Det samme virkeområdet gjelder i forhold til primærinnsiders plikt til å oversende oversikt over nærstående, selv om dette ikke fremkommer like uttrykkelig av bestemmelsens 4. ledd. Det er følgelig ikke krav om at primærinnsidere hos utstedere av noterte obligasjoner skal oversende oversikt over nærstående.

Den uklarhet som lovbestemmelsen nå inneholder, ved at 4. ledd ikke inneholder tilsvarende presisering som 3. ledd, synes å være resultatet av lovendring foretatt i 2012. Tidligere var reglene om oversendelse av lister over primærinnsidere og nærstående inntatt i vphl. kap. 4 hvor det var presisert at pliktene kun gjelder i forhold til aksjer. Bestemmelsene om oversendelse av lister over primærinnsidere og nærstående ble av lovtekniske årsaker flyttet til § 3-6.

Det fremkommer uttrykkelig at forarbeidene at virkeområdet til regelen ikke ble endret - Prop. 107 L (2011-2012) Endringer i bokføringsloven, verdipapirhandeloven, eiendomsmeglingsloven m.m.:

« Til § 3-6 nytt tredje til sjette ledd:

«Bestemmelsene er ment som en direkte videreføring av det materielle innholdet i dagens vphl. § 4-1 fjerde og femte ledd, samt vphl. § 4-3 tredje ledd. Bestemmelsene har gjennomgått enkelte lovtekniske tilpasninger. I tillegg er begrepet "grunnfondsbevis" endret til "egenkapitalbevis". For øvrig vises det til omtale i punkt 3.5.1.6.»

#### **4.2.1.14 Vedrørende endret rente i obligasjonslån – Det Norske Oljeselskap (brev av 12.09.2014)**

Oslo Børs viser til korrespondanse med Det Norske Oljeselskap i sakens anledning senest ved e-post fra selskapet 9. september 2014.

Oslo Børs forstår saken slik at manglende melding til Norsk Tillitsmann om endring av margin på nevnte lån beror på en intern glipp i selskapet.

I forbindelse med 2. kvartalsrapporten kom det frem at egenkapitalgraden falt under 30 % og dermed sier låneavtalen at marginen til NIBOR skal økes. Mekanismen er en økning av marginen med 0,5 pr. 0,25 prosentpoeng egenkapitalgraden faller under 30 %. Regnskapstallene ble offentliggjort 17. juli 2014 som ifølge selskapet var tidligere enn normalt for å avstemme tallene med hovedeier. Nest rentefastsettelsesperiode fra Norsk Tillitsmann var 28. juli. Rentene justeres kun 4 ganger i året. Siden tallene var tidligere lagt frem enn normalt, ble ikke en slik melding til Norsk Tillitsmann om marginendring gitt og ingen i selskapet kontrollerte meldingen 28. juli. Det siste på grunn av ferieavvikling. Når selskapet oppdaget feilen i august ble det gitt beskjed til Norsk Tillitsmann som sendte ut ny melding 25. august.

Selskapet har vurdert om endringen har hatt en effekt på prisingen av obligasjonslånet, men mener at siden lånet handles nær «call» prisen på 104 har det ikke hatt særlig effekt på kursen. Oslo Børs er også enig i dette utfra observasjoner av handelen i verdipapiret.

Renteendringer er en del av basisinformasjon som innehavere av obligasjonslån forventer å få fra selskapet. Obligasjonsreglene 3.3 (1) nr. 1 angir at renteendring er en del av den informasjonen

selskapet er pålagt å offentliggjøre. Rent praktisk er det Norsk Tillitsmann som sender ut disse meldingene på vegne av selskapene, men det er fremdeles selskapenes ansvar at utsendelsen skjer og at informasjonen som Norsk Tillitsmann bygger på er korrekt.

I den mellomliggende perioden hvor renten på lånet var feil, ble det også gjennomført handler. Dette kunne hatt en stor negativ effekt på de investorene som hadde handlet. Men siden prispåvirkningen virker å være begrenset har sannsynligvis ikke disse investorene blitt skadelidende.

I det konkrete tilfellet har således Det Norske Oljeselskap brutt obligasjonsreglene på dette punkt, og markedet har dermed ikke fått regulatorisk informasjon. I utgangspunktet er en slik feil alvorlig og kan i mange tilfeller ha stor betydning for prisingen av obligasjonslån. Derfor ser Oslo Børs alvorlig på den manglende renteendringen 28. juli. På bakgrunn av at kursen på lånet neppe er særlig berørt av renteendringen og vi ikke tidligere har påpekt lignende brudd overfor selskapet, medfører at vi avslutter saken med dette kritikkbrev og uten en formell reaksjon.

Oslo Børs ber om at selskapet gjennomgår sine rutiner og at lignende hendelser for fremtiden unngås.

Børsen vil ikke offentliggjøre brevet, men det kan inngå som en del av publikasjonen «Vedtak og uttalelser» som veiledning for andre markedsaktører.

#### **4.2.1.15 Kritikk for brudd på opplysningsplikten til Oslo Børs - Intex Resources ASA (brev av 10.10.2014)**

I Oslo tingretts dom av 19. august 2014 ble Intex Resources ASA («Intex» eller «Selskapet») dømt for manglende føring av innsidelister under forhandlingene med MCC8 i 2011/2012. Saken har utgangspunkt i det samme faktum som ble vurdert av Oslo Børs i 2013. Oslo Børs vedtok 30. januar 2013 å ilegge Intex et overtredelsesgebyr for overtredelse av informasjonsplikten etter verdipapirhandelloven («vphl.») § 5-2, jfr. løpende forpliktelser 3.1.1.

Det sentrale temaet i denne saken var vurderingen av når Selskapets prosess med MCC8 utgjorde innsideinformasjon jfr. vphl. § 3-2. Oslo Børs konkluderte med at innsideinformasjon senest oppstod den 23. desember 2011. Vedtaket om gebyr ble senere opphevet av Børsklagenemden i sak 3/2103 under henvisning til at innsideinformasjon om forholdet først oppstod da avtalen med MCC8 ble undertegnet 4. januar 2012.

Oslo tingrett har i sin dom av 19. august 2014 konkludert med at innsideinformasjon oppstod senest 23. desember 2011. Alle de tre instansene som har vurdert spørsmålet har i detalj gått gjennom de forskjellige hendelsene som finner sted de siste ukene av desember 2011. Vi nevner for ordens skyld at Børsklagenemnden også har hatt et annet syn på rettslige premisser som har betydning for vurderingen.

Saken som ble behandlet av Oslo Børs var i perioden 6. juni 2012 til 26. november 2012 gjenstand for omfattende dialog og brevveksling mellom Selskapet, Børsen og Selskapets advokater.

Proessen resulterte i at Intex den 2. november 2012 ble forelagt børsens foreløpige vurdering av saken (varsel om vedtak) for eventuelle kommentarer. Det fremkommer av dette at temaet for Børsen var på beste grunnlag å vurdere prosessen i detalj frem til signering og i denne forbindelse ba man om dokumentasjon fra Selskapet og en detaljert kronologisk beskrivelse av samtaler man hadde hatt med forskjellige parter i forbindelse med salg/utvikling av Mindoro Nickel.

Innledningsvis i e-post til Selskapets advokat i advokatfirmaet Thommessen av 22. juni 2012 ber Børsen også om relevante styreprotokoller og annen dokumentasjon som var egnet til å belyse saken;

*«Oslo Børs har behov for ytterligere informasjon i sakens anledning og en ber om en mer detaljert kronologisk oversikt over alle parter man har hatt samtaler med vedr. salg/utvikling av Mindoro gruve på Filippinene. En ønsker også oversendt alle relevante styreprotokoller, som omhandler disse prosessene, samt eventuell annen dokumentasjon som kan bidra til å belyse saken. Den forespurte dokumentasjon kan være omfattende, og en antar at 14 dager er en rimelig frist.»*

Gjennomgangen av informasjon og dokumentasjon som Intex fremla resulterte i varsel om vedtak som Intex ble anmodet om å kommentere. Det fremkommer av varselet at Børsen forutsetter at materialet en har fått oversendt var relevant og komplett i forhold til Børsens undersøkelser. Intex ved advokatene i Thommessen kommenterte varselet 26. november 2012.

Etter å ha lest tingrettens dom fremgår det at påtalemyndigheten har hatt tilgang til mer saksrelevant kommunikasjon enn den Børsen fikk oversendt fra Selskapet. Dette gjelder to e-poster fra styreleder Jan Vestrum datert den 23. desember 2011 beskrevet på side 11 i dommen. Den første er fra Vestrum til ett annet styremedlem i Selskapet, Finn Haadem. Den andre til Stein Hansen i First Securities.

I begge e-postene gir Vestrum uttrykk for vurderinger av prosessen med MCC8 av betydning for vurdering av innsideinformasjonstidspunktet. Det fremkommer av dommens premisser at retten legger vekt på denne kommunikasjonen i sin vurdering av når innsideinformasjon oppstod. Følgelig kan e-postene også ha vært relevante for Børsens vurdering av når informasjonsplikt oppstod.

Børsen fikk i anledning saken de samme dokumenter som Økokrim fikk tilsendt fra Selskapet, men de to nevnte e-poster var ikke inkludert i materialet. Børsen rettet derfor en henvendelse til Selskapet der en ba om en vurdering og kommentar til dette 8. september 2014.

I sitt svar til Børsen av 11. september 2014 svarer Selskapet at de aktuelle e-poster ikke var tilgjengelig for Selskapet og Økokrim har opplyst at e-postene stammet fra ett beslag gjort hos Vestrum. Selskapet ble først kjent med disse i oktober 2013 da e-postene ble sendt fra Økokrim til Selskapets advokater.

Børsloven regulerer utsteders opplysningsplikt i børslovens §24(7)

*(7) Regulert marked kan kreve at utsteder av finansielle instrumenter som er eller søkes tatt opp til handel, utsteders tillitsvalgte og ansatte uten hinder av taushetsplikt gir regulert marked de opplysninger som er nødvendig for at markedet skal kunne oppfylle sine lovbestemte plikter. Første punktum gjelder tilsvarende for annen person som har søkt om opptak til handel av finansielle instrumenter.*

Børsen har forståelse for at det de facto ikke har vært mulig for Selskapet å oversende materiale man ikke er kjent med eller har hatt tilgang til. En finner likevel grunn til å kritisere måten slik informasjon har vært håndtert i Selskapet. På det aktuelle tidspunkt var Vestrum arbeidende styreleder og nært knyttet til prosessene i Kina. Hans vurderinger vil i så måte være sentrale for å vurdere selskapets informasjonsplikt.

Kommunikasjonen om fremdrift har også gått mellom Styreleder og ett annet styremedlem, noe som understreker innholdets relevans. Det bemerkes at informasjon om status også synes å være sendt

eksternt. Selv om Selskapets administrasjon ikke har tilgang eller kjennskap til relevant informasjon omfatter opplysningsplikten i børslovens § 24 (7) også tillitsvalgte hos utsteder.

Det vil være avgjørende for Børsens kontrollvirksomhet at Selskapet på forespørsel har systemer som kan generere sentral kommunikasjon fra selskapsspesifikke prosesser. Dette gjelder særlig der sentrale medarbeidere i Selskapets styre kommuniserer direkte om tema i undersøkelsen.

Børsen forutsetter at dokumentasjon vi får oversendt fra utstederne er relevant og komplett i forhold til Børsens undersøkelser. Vi kan ikke se at dette er tilfelle i vår sak. Børsen legger etter dette til grunn at selskapet har brutt sin opplysningsplikt til markedsplassen, ved ikke å oversende sentral dokumentasjon om prosessen med MCC8 på forespørsel.

Etter en totalvurdering har en imidlertid funnet å begrense reaksjonen til kritikk av Selskapet. Ett vesentlig moment for Børsen er at Selskapet ikke har kunnet innhente informasjon direkte fra Vestrum og at e-postene er sikret av politiet ved bruk av tvangsmidler hos Vestrum privat og at denne er under straffeforfølgelse for forhold i tilknytning til sitt verv i Intex.

Det forutsettes at Selskapet har revitalisert sine rutiner på området slik at man på en bedre måte kan etterkomme de krav til dokumentasjon opplysningsplikten medfører.

Børsen har med dette avsluttet sine undersøkelser i saken.

Børsen vil ikke offentliggjøre brevet, men det kan inngå i børsens årlige publikasjon, «Vedtak og uttalelser» som veiledning for andre markedsaktører.

#### **4.2.1.16 Vedrørende offentliggjøring av regnskapsrapport for 3. kvartal 2014 - GC Rieber Shipping ASA (brev av 20.11.2014)**

Oslo Børs viser til tidligere korrespondanse i sakens anledning, senest i e-post fra Einar Ytredal 18. november 2014.

Saken gjelder brudd på taushetsplikten i forbindelse med behandling av regnskapsrapporter. I det konkrete tilfellet hadde GC Rieber AS som eier 70,4 % av det børsnoterte selskapet GC Rieber Shipping ASA (RISH) vedtatt konsernresultatet 4. november 2014. Dagen etter ble konsernresultatet publisert via et nyhetsbrev til alle ansatte. Her fremgikk også RISH sine driftsinntekter, driftsresultat og resultat etter skatt per 3. kvartal.

RISH tok umiddelbart kontakt med Oslo Børs når dette ble oppdaget og fikk råd om å offentliggjøre resultatet så fort som mulig. Det ble hele tiden lagt til grunn fra selskapets side at kvartalstallene ikke utgjorde innsideinformasjon, noe som Børsen tar til etterretning. Det var heller ingen indikasjoner etter at tallene ble offentliggjort at markedet tolket regnskapsrapporten til å være innsideinformasjon.

Selskapet avholdte styremøte senere samme dag og offentliggjorde den styregodkjente regnskapsrapporten klokken 15:55.

Løpende forpliktelser 4.1 pålegger selskapene å sørge for at ingen uvedkommende får tilgang til opplysninger om regnskapstall som skal offentliggjøres etter kapittel 4 i løpende forpliktelser. I den konkrete saken er denne bestemmelsen brutt ettersom alle ansatte i konsernet ikke kan anses som vedkommende og har behov for informasjon om regnskapstall i forkant av offentliggjøringen. Kun de personene som er involvert i fremstillingen av eller skal vedta regnskapstallene før offentliggjøring har et sakelig behov for å kjenne til disse. Bestemmelsen må i denne sammenheng kunne tolkes på samme måte som verdipapirhandelloven § 3-4.

På bakgrunn av at selskapet selv oppdaget feilen, varslet Børsen og gjorde de nødvendige tiltak for å offentliggjøre regnskapsrapporten så raskt som mulig vil Børsen påpeke det aktuelle bruddet, men ikke innstille på formelle sanksjoner overfor selskapet.

Børsen behandling av saken avsluttes dermed med dette brev.

Børsen vil ikke offentliggjøre brevet, men det kan inngå i den årlige publikasjonen «Vedtak og uttalelser» som veiledning til andre markedsaktører.

#### **4.2.1.17 Vedrørende eks dato 24. november 2014 – Havyard Group (brev av 09.12.2014)**

Oslo Børs viser til korrespondanse med Havyard Group i forbindelse med børsmeldingen 24. november 2014 om at aksjen går eks utbytte NOK 0,45.

Selskapet har betalt utbytter med jevne mellomrom og sendte også melding om dette 30. september. Oslo Børs har behov for å gjøre enkelte forberedelser når aksjer går eks utbytte. Dette gjelder spesielt forholdet til Børsens indekser og eventuelle tilhørende instrumenter som derivater og andre type rettigheter. På denne bakgrunn har løpende forpliktelser en bestemmelse om at børsen skal varsles om slike utbetalinger i forkant. Løpende forpliktelser 11.3 (2) regulerer at selskapene må senest varsle Børsen dagen før klokken 14 hvis aksjen skal gå ex rettigheter av økonomisk verdi dagen etter. I mange tilfeller fremkommer informasjon om eks dato i børsmeldinger i forkant av dagen aksjen går eks. I det konkrete tilfellet ble utbytte vedtatt torsdag 20. november og først gjort kjent for Børsen og markedet om morgenen 24. november.

Oslo Børs måtte dermed justere de aktuelle indekser som Havyard inngår i, samme morgen. Dette er normalt noe som gjøres kvelden før.

På denne bakgrunn har selskapet brutt løpende forpliktelser 11.3 (2). Oslo Børs ønsker med dette brev å påpeke bruddet slik at det ikke gjentar seg. Vi vil derimot ikke innstille til formelle sanksjoner ettersom dette var en førstegangsovertredelse.

Oslo Børs vil ikke offentliggjøre brevet, men det kan inngå i Børsens publikasjon «Vedtak og uttalelser» som veiledning til andre markedsaktører.

#### **4.2.1.18 Kritikk for håndtering av løpende forpliktelser - NattoPharma ASA (brev av 22.12.2014)**

Det vises til møte og korrespondanse i saken, sist ved Deres brev av 5. desember 2014.

Saken gjelder om NattoPharma ASA ("NattoPharma" eller "selskapet") har opptrådt i strid med verdipapirforskriften («vpf») § 5-1, jf. Oslo Børs løpende forpliktelser pkt. 3.1.2 (3) ved ikke uoppfordret og umiddelbart å varsle børsen om iverksettelse av utsatt offentliggjøring av insideinformasjon.

Selskapet omtalte avtalene i børsmeldinger av 27. juni og 1. juli 2014, meldingene førte til en kursoppgang på henholdsvis 15 % og 13 %.

På ettermiddagen den 26. juni 2014, ble markedsovervåkingen ved Oslo Børs kontaktet pr. telefon av primær børskontakt i NattoPharma. Han opplyste om at det hadde oppstått en situasjon der man fryktet informasjon vedrørende inngåelse av salg/distribusjonsavtaler med to konkrete

apotekkjeder i USA hadde lekket. Bakgrunnen for bekymringen var at disse kjedene hadde lansert produkter inneholdende NattoPharmas produkt MenaQ7® i kjedens internetbutikk.

NattoPharma hadde i forbindelse med Q1 presentasjonen 27.mai 2014, berørt at det var inngått en avtale i USA, men opplyste ikke med hvem og i hvilket omfang det var snakk om. På grunn av en konfidensialitetsavtale med motparten hadde ikke selskapet fått klarsignal til å offentliggjøre detaljer omkring avtalen. Når dette nå likevel kunne utledes av kjedenes produktpresentasjon på deres nettsider før NattoPharma hadde fått mulighet til å utligne informasjonen i markedet med en børsmelding, ba man om at Oslo Børs innførte en børs pause i påvente av melding fra selskapet. Dette ble innført med umiddelbar virkning kl. 14:35 og selskapet ba om tid til å konsultere kontraktsmotparten og forberede en børsmelding. Denne ble publisert 27.juni 2014 før børsåpning og man åpnet opp for handel fra kl. 9:00 samme dag.

Aksjekursen steg fra kr 15 til 18,50 i løpet av den første timen med handel, tilsvarende en oppgang på ca. 23 %. For dagen sett under ett steg aksjekursen med 15,2 % sammenlignet med sist omsatt kurs dagen i forveien.

Børsen var ikke underhånden informert om prosessene som ledet frem til avtalene med Walgreens og CVS Pharmacies («CVS»), som var de to apotekkjedene som solgte kosttilskudd med selskapets merkevare MenaQ7®. Det ble derfor sendt en forespørsel til NattoPharma 8. juli 2014 hvor det ble bedt om en redegjørelse for prosessen, samt om kommunikasjonen til markedet i forbindelse med Q1 rapportering. Selskapet ble også bedt om å vurdere på hvilket tidspunkt de mente informasjonen var å anse som innsideinformasjon, samt å oversende innsidelister ført i sakens anledning.

I svaret fra NattoPharma 14. juli 2014 redegjør selskapet kort for kommunikasjon fra Q1 presentasjonen og vedlegger innsidelister datert 1. januar 2014. Selskapet svarer ikke konkret på når informasjonen var å anse som innsideinformasjon, ei heller ga man en kronologisk redegjørelse for hele prosessen.

Oslo Børs sendte derfor en ny forespørsel 20. august hvor selskapet ble bedt om utdypende kommentarer.

I sitt svar til Børsen av 27. august anser NattoPharma den 1. januar 2014 å være datoen for når innsideinformasjon oppsto, både når det gjaldt kontrakt og navn på motpart. Samtidig oppretter man en innsideliste. På spørsmål om strategi for offentliggjøring av navn på motpart svarte selskapet at dette ville offentliggjøres så snart man hadde fått godkjennelse fra kunden og varene skulle ut i hyllene i apotekene i USA. Selskapet fremholder at denne godkjennelsen ikke ble gitt tidsnok og at varene allerede var ute på apotekkjedens nettsider. Dette ble fanget opp av utenforstående før selskapet fikk anledning til å offentliggjøre navnene.

I e-post til selskapet 27. august utdypet Oslo Børs hvorfor man stiller spørsmål og viser til selskapets informasjonsplikt til regulert marked jfr. verdipapirhandelloven («vphl») § 5-3 og vpf § 5-1 og ber samtidig om en redegjørelse for de vurderinger som er gjort i forhold til ovennevnte regelverk.

Samme dag svarer selskapet at de var bundet av en konfidensialitetsavtale med motpart og derfor ikke kunne publisere navn på motpartene, men svarer ikke på hvilke vurderinger som var gjort for å varsle Oslo Børs om forholdet. Man hevder likevel å ha overholdt sine forpliktelser i henhold til regelverk for innsideinformasjon og utstederselskapenes informasjonsplikt til Oslo Børs.

Oslo Børs var etter dette i tvil om selskapet hadde oppfattet spørsmålstillingen i det selskapet selv ikke var i tvil om at det forelå innsideinformasjon og forholdt seg til dette uten å underhånden informere Børsen. Det ble derfor sendt en ytterligere forespørsel til selskapet 27. august hvor man

tydeliggjorde at vi ønsket svar på hvorfor Oslo Børs ikke var varslet når selskapet hadde påberopt seg utsatt offentliggjøring.

Børsens mistanke om at selskapet ikke hadde oppfattet problemstillingene ble styrket i svar fra selskapet 28. august der det fremkommer at selskapet ikke fant det nødvendig å forhåndsinformere Oslo Børs idet man anså det som svært lite sannsynlig at informasjon om avtalen ville lekke ut.

Etter denne kommunikasjonen med NattoPharma fant Oslo Børs det nødvendig å sende selskapet et brev der det ble opplyst at man vurderte en sanksjonssak mot selskapet i forbindelse med selskapets håndtering av innsideinformasjon.

Det ble igjen bedt om en detaljert kronologisk fremstilling av hele hendelsesforløpet frem til signering av avtaler nevnt i Q1 presentasjonen 2014 samt i børsmeldinger 26. juni og 1. juli 2014. Man ba også om at det ble spesifisert hvilken hendelse som medførte at 1. januar 2014 ble ansett å være dato for når innsideforholdet oppsto. Børsen ønsket også opplyst når leveranser av MenaQ7® til amerikanske kunder startet samt en vurdering av inngåtte konfidensialitetsavtaler i relasjon til vphl bestemmelser om informasjonsplikt. Børsen ba om at konfidensialitetsavtalene ble vedlagt. Avslutningsvis ble det bedt om at selskapet oversendte all annen relevant dokumentasjon som kunne være egnet til å opplyse saken.

Det fremkommer også av selskapets redegjørelser til Børsen at man tar selvkritikk i forbindelse med informasjonshåndteringen. Selskapet mener at innsideinformasjon oppstod på det tidspunktet faktisk lansering fant sted, dog ikke tidligere.

Etter dette varslet børsen selskapet om sanksjonsvedtak, der en bygget på selskapets tilsynelatende manglende underhåndenmelding om innsideinformasjon til Børsen og varslet at selskapet etter Børsens syn hadde brutt sine forpliktelser etter vpf § 5-1 ved ikke å varsle Oslo Børs om utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon.

Selskapet svarer på Børsens varsel 21. november og tilleggsspørsmål 5. desember 2014. Denne gang har man innhentet ekstern bistand og reverserer med det tidligere svar til Børsen. Selskapet sier nå at man ikke lenger anså informasjonen som meldepliktig innsideinformasjon før man ble kjent med at produktet var lagt ut for salg. Selskapet hadde ikke forstått de rettslige implikasjoner de innledende svar til Børsen ville medføre.

En finner grunn til å peke på at selskapets innledende kommunikasjon med oss tilsynelatende ga uttrykk for faktum og selskapets vurderinger og det vises til at selskapet var konkludent og fast i sin feilaktige oppfatning og kommunikasjon. I selskapets senere kommentarer viser selskapet igjen til at man innledningsvis ikke har ment/forstått det man tidligere hadde kommunisert.

Det fremkommer at også Børsen har vært i tvil om selskapet forstod de innledende problemstillinger som ble forelagt dem og man derfor har, under sterk tvil, funnet å kunne legge selskapets omerindrede syn til grunn.

Saken har medført mye unødvendig merarbeid for NattoPharma og Børsen. Som selskapet er kjent med ble det vurdert å fremme saken for Børsstyret som sanksjonssak. Ett arbeid som undertiden har vært unødvendig.

NattoPharma har beklaget dette, og viser til at man har hatt en utfordrende finansiell situasjon og som følge av dette en redusert administrasjon. En finner likevel grunn til å kritisere håndteringen, samt påpeke at selskapet til enhver tid skal kunne ivareta sine løpende forpliktelser som børsnotert selskap jfr. løpende forpliktelser 2.3 og opptaksreglene 2.3.5.

I dette ligger følgelig at man skal ha kapasitet til å håndtere børsens forespørslers, samt kompetanse til å besvare dem. Da selskapet har vist at nødvendig kompetanse ikke besittes av de personer som Børsen er i kontakt med er det behov for kompetansehevede tiltak.

Som det Børsen har likevel tatt selskapets redegjørelser til etterretning, under henvisning til at selskapets ledelse de facto ikke har forstått hva man ved gjentatte forespørslers svarte på.

Børsen er som det vil fremgå særlig bekymret over at selskapet initialt ikke har forstått innholdet i Børsens forespørslers og ber derfor selskapet ta kontakt med selskapsansvarlig på Børsen for avtale om kurs i sentrale bestemmelser for børsnoterte selskaper, for å unngå lignende misforståelser i fremtiden.

Det legges til grunn at selskapet har gjennomført nødvendige kurs innen utløpet av 1. kvartal 2015.

Børsen har med dette avsluttet sine undersøkelser i forbindelse med saken.

Oslo Børs vil ikke offentliggjøre kritikken, men brevet kan inngå i Børsens publikasjon «Vedtaks og uttalelser» som veiledning til andre markedsaktører.

### **4.3 Fortsatt notering ved vesentlige endringer**

#### **4.3.1 Vedrørende fortsatt notering etter gjennomføring av fisjonsfusjon - Saga Tankers ASA (brev av 15.10.2014)**

Det vises til børs melding offentliggjort av Saga Tankers ASA ("Saga Tankers" eller "Selskapet") 23. juli 2014 og etterfølgende korrespondanse med Selskapet, senest oversendelse av "dokument som innholdsmessig tilfredsstillende kravene til børsnotering" iht. Løpende forpliktelser pkt. 12.1 (3) jf. Opptaksregler for aksjer på Oslo Axess pkt. 3.4.

#### Kort om selskapets historikk og bakgrunn for saken:

- Saga Tankers ASA ble stiftet i 2010 og notert på Oslo Axess 18. juni samme år. På dette tidspunktet bestod selskapets virksomhet i å eie skip for transport av råolje, og ved notering eide Selskapet fire råoljetankskip (VLCC). Alle de fire skipene ble i ettertid solgt, senest ifm. inngåelse av avtale om salg av skipet "Saga Agnes" 19. oktober 2011.
- 2. november 2011 mottok Oslo Børs en redegjørelse for fortsatt notering (jf. Løpende forpliktelser pkt. 12.3) som følge av at selskapet da hadde solgt, eller inngått avtale om salg av, alle sine skip. I redegjørelsen fremkom bl.a. at Selskapet fremdeles ville ha virksomhet frem til siste skip (Saga Agnes) ble levert kjøper i juli/august 2012, og at det på tidspunktet for redegjørelsen ikke var vedtatt planer for videre drift av selskapet etter overlevering av skipet. Herunder fremkom at Saga Tankers ville vurdere sin fremtidige strategi, og Selskapet anmodet på denne bakgrunn om videreføring av notering frem til etter gjennomføringen av salget av Saga Agnes var gjennomført. På denne bakgrunn ba Oslo Børs om at Selskapet skulle oversende en oppdatert redegjørelse så snart Selskapets fremtidige strategi ble nærmere avklart og senest etter gjennomføring av salget av "Saga Agnes".
- Skipet Saga Agnes ble overlevert kjøper 31. juli 2012, og Selskapet hadde således fullført salget av alle vesentlige eiendeler og hadde begrenset virksomhet av betydning på dette tidspunkt.



- 8. august 2012 offentliggjøres en flaggemelding hvor det fremkom at Øystein Stray Spetalen samme dag hadde kjøpt 27.901.958 aksjer og således hadde økt sin eierandel til 57,48 % i Saga Tankers. Videre ble det varslet at det ville bli fremsatt et pliktig tilbud iht. verdipapirhandelloven kap. 6. Tilbudet ble fremsatt 4. september 2012 og resulterte i at Spetalen økte sin eierandel til ca. 64,5 % etter utløp av tilbudsperioden 17. oktober 2012.
- På generalforsamling 7. september 2012 blir Øystein Stray Spetalen valgt som styreleder i Saga Tankers. 17. desember samme år avholdes også en ekstraordinær generalforsamling hvor selskapets vedtektsfestede formål blir endret til å omfatte investeringer, forvaltning og rådgivning samt annen tjenesteyting tilknyttet shipping, rigg, fast eiendom, aksjehandel samt lignende virksomhet.
- 15. januar 2013 offentliggjøres en flaggemelding hvor det fremkom at Øystein Stray Spetalen samme dag hadde kjøpt 26.429.009 aksjer og således hadde økt sin eierandel til 94,96 % i Saga Tankers.
- Etter forespørsel fra Oslo Børs oversendte Selskapet 10. april 2014 en midlertidig redegjørelse for oppfyllelse av vilkårene for fortsatt notering. Her fremkom bl.a. at *"Selskapet erkjenner at det på sikt virker lite hensiktsmessig at største aksjonær eier 96,5 % av aksjene"*, men ba samtidig om at børsens vurdering vedrørende fortsatt notering ble utsatt til selskapets strategi var avklart. Det ble videre opplyst at Selskapet og styret hadde som ambisjon å ferdigstille strategiarbeidet *"så snart som mulig"*.
- 23. juli 2014 offentliggjør Sage en børs melding hvor det bl.a. fremkommer at;
 

"(...) the board of directors of Saga Tankers ASA (the "Board" and the "Company") and the board of directors of Ferncliff TIH 1 AS ("Ferncliff") have approved and signed a merger plan for certain assets owned by Ferncliff TIH 1 AS. Under the merger plan, certain assets owned by Ferncliff shall be spun-off from Ferncliff and merged with the Company (Norwegian: fisjonsfusjon).  
The assets to be spun-off from Ferncliff and merged with the Company consist of the following shares:

  - \* 5,768,072 shares in Prospector Offshore Drilling S.A.;
  - \* 46,162,086 shares in S.D. Standard Drilling Plc; and
  - \* Shares in Vallhall Fotballhall representing a 35.64 % ownership interest.

The Company already holds shares in the companies comprised by the assets to be spun-off and the Board considers that the proposed merger will strengthen the Company's investment activities. As consideration under the merger, Ferncliff's sole owner Mr. Øystein Stray Spetalen will receive 89,056,319 new shares in the Company. Following the completion of the merger, Mr. Spetalen will own 98.3 % of the Company's total outstanding share capital. (...)."
- Selskapet offentliggjør utvidet børs melding 25. juli og informasjonsdokument 10. september 2014 (jf. hhv. løpende forpliktelser pkt. 3.4 og pkt. 3.5).
- Som følge av avtalen som ble inngått 23. juli sendte Saga Tankers 30. juli 2014 en redegjørelse for oppfyllelse av vilkårene for fortsatt notering etter fisjonsfusjonen (jf. Løpende forpliktelser pkt. 12.1). I børsens svar til Selskapet fremkom bl.a. følgende;

"(...) I følge Opptaksregler for aksjer på Oslo Axess (Opptaksreglene) er det krav om 25 % spredning av selskapets aksjer. Det fremgår av midlertidig redegjørelse av 10. april 2014 at største aksjonær i Saga Tankers eier 96,5 % av selskapets aksjer. Største aksjonærs eierandel vil i forbindelse med planlagt fisjonsfusjon med Ferncliff bli ytterligere økt. Børsen anser den lave spredningen i form av fri flyt av selskapets aksjer som problematisk for selskapets egnethet for videre notering. Det er videre et opptakskrav for notering på Oslo Axess at selskapet har en spredning på 100 aksjeeiere som ikke er tilknyttet selskapet som hver eier aksjer med en verdi på minst kr 10.000. Det er opplyst i redegjørelsen at selskapet pr 30. juli 2014 hadde ca 65 aksjonærer som har aksjer for minst kr 10.000.

Børsen vil derfor etter løpende forpliktelser pkt. 12.1/12.3 jf. pkt. 12.1. 3 ledd pålegge selskapet å sende inn dokumentet som innholdsmessig tilfredsstiller kravene til børssøknad, jf. Opptaksreglene pkt. 3.4. Det bes her spesielt redegjort for hvorvidt selskapet har konkrete planer for å øke spredningen av selskapets aksjer både i forhold til fri flyt kravet og kravet til antall aksjonærer, samt tidsperspektiv på eventuelle planer."

(...)"

- 25. august avholdes ekstraordinær generalforsamling i Saga Tankers hvor transaksjonen børsmeldt 23. juli vedtas gjennomført.
- 16. september 2014 mottok Oslo Børs "et dokument som innholdsmessig tilfredsstiller kravene til børssøknad" jf. Løpende forpliktelser pkt. 12.1 (3) jf. Opptaksreglenes pkt. 3.4. Vesentlige momenter fra redegjørelsen kan oppsummeres som følger (basert på Selskapets anførsler):
  - Selskapet er gjenstand for allmenn interesse og har vært gjenstand for regelmessig omsetning, selv om likviditeten i aksjene den siste tiden har vært lav.
  - Saga Tankers har siden årsskifte 2012/2013 utvidet sitt virksomhetsområde, slik at selskapet har fått bredere grunnlag for potensielle investeringer (jf. vedtektsendring av 17. desember 2012).
  - Styret mener at transaksjonen (jf. børsmelding av 23. juli 2014) er egnet til å øke interessen fra potensielle samarbeidspartnere, noe som kan bidra til å bedre likviditeten i annenhåndsmarkedet.
  - Transaksjonen og opptaket av vederlagsaksjene til notering vil øke markedsverdien av selskapet betydelig.
  - En av tre styremedlemmer er uavhengig Selskapets daglige ledelse, vesentlige forretningsbetingelser og Selskapets største aksjonærer.
  - Per 12. september var kun ca. 3,5 % av selskapets aksjer spredt blant personer som ikke er tilknyttet selskapet. Denne andelen vil ytterligere reduseres til ca. 1,7 % etter gjennomføring av transaksjonen beskrevet
  - Per 12. september var Selskapets aksjer spredt på til sammen 133 aksjonærer, hvorav 58 som hver eier aksjer med en verdi på mer enn minst NOK 10.000.
  - Øvrige opptaksvilkår, som ikke er beskrevet over, er å anse som oppfylt.

Selskapet redegjorde også særskilt for oppfyllelse av krav til spredning og antall aksjonærer. Herunder fremkom det at;

"Selskapet mener det kan være riktig å gjennomføre en rettet emisjon mot nye investorer i fremtiden dersom Selskapet finner at det har behov for ytterligere

egenkapital og likviditet til nye investeringer. Ved en slik emisjon kan det være aktuelt for majoritetsaksjonær å foreta et spredningssalg av sine aksjer."

Videre ble det pekt på at Selskapet nylig har blitt tilført betydelig likviditet ved salg av aksjer i Prospector Offshore Drilling S.A. og vil bli ytterligere tilført likviditet ved gjennomføringen av transaksjonen (jf. børsmelding av 23. juli 2014). På denne bakgrunn er Selskapet av den oppfatning "*at en emisjon verken er riktig eller naturlig for Selskapet på nåværende tidspunkt, men Selskapet vil fortløpende vurdere behov for en emisjon*". Det foreligger således ingen konkrete planer om emisjon, og Saga Tankers har også opplyst at man ikke er kjent med at hovedaksjonær har konkrete planer om spredningssalg. Selskapet avslutter med å presisere at man ønsker å videreføre dagens notering på Oslo Axess.

#### Børsens vurdering:

Oslo Børs vil innledningsvis påpeke at ved gjennomføringen av salget av det siste av selskapets skip ("Saga Agnes") 31. juli 2012 opphørte i praksis selskapets virksomhet slik den hadde fremstått på noteringstidspunktet. I etterkant har Selskapet endret sine vedtekter, som beskrevet over ifm. generalforsamling 17. desember 2012, slik at virksomheten nå skal omfatte investeringer, forvaltning og rådgivning samt annen tjenesteyting tilknyttet shipping, rigg, fast eiendom, aksjehandel samt lignende virksomhet. Transaksjonen som ble børsmeldt 23. juli 2014 antas å ligge innenfor Selskapets vedtektsfestede formål og vil i realiteten øke Selskapets eierandeler innen allerede eksisterende investeringer. Isolert sett kan økningen i virksomhetsomfanget, som følge av transaksjonen, synes uproblematisk ift. fortsatt notering.

Oslo Børs finner imidlertid selskapets aksjonærstruktur som lite hensiktsmessig for et notert selskap. Selskapet oppfyller ikke kravet til 100 aksjeeiere som hver eier aksjer med en verdi på minst NOK 10.000 (jf. opptaksreglene for Oslo Axess pkt. 2.4.2). Videre er per i dag kun ca. 3,5 % aksjene spredt blant allmennheten, mens i henhold til opptaksreglene for Oslo Axess pkt. 2.4.1 skal minst 25 % av aksjene være spredt blant allmennheten. Antall aksjonærer som eier aksjer med en verdi på minst NOK 10.000 antas i mindre grad å bli endret som følge av transaksjonen. Spredningen i form av "fri flyt" vil imidlertid bli påvirket slik at den allerede meget begrensede prosentmessige andel aksjer som er spredt blant allmenheten reduseres fra ca. 3,5 % til ca. 1,7 % som følge av den utvannende effekten transaksjonen vil medføre. Selskapet har selv overfor Oslo Børs uttalt, ifm. midlertidig redegjørelse av 10. april 2014, at "*det på sikt virker lite hensiktsmessig at største aksjonær eier 96,5 % av aksjene*", men samtidig bedt om mer tid til å avklare Selskapets fremtidige strategi. Børsens forståelse er at Selskapets strategi nå er mer avklart, herunder viser børsen i denne sammenheng til Selskapets informasjonsdokument offentliggjort 10. september og oversendelse av "dokument som innholdsmessig tilfredsstillende kravene til børssøknad" 16. april 2014. Av sistnevnte dokument kommer det som tidligere nevnt frem at det ikke utelukkes at selskapet i fremtiden vil kunne gjennomføre en rettet emisjon mot nye investorer, men at dette er betinget av at Selskapet "*finner at det har behov for ytterligere egenkapital og likviditet til nye investeringer*". Tilsvarende foreligger det ingen kjente planer for at hovedaksjonær har til hensikt å gjennomføre spredningssalg av sine aksjer, men det indikeres at dette kan være aktuelt i sammenheng med en fremtidig emisjon.

Oslo Børs har forståelse for at Selskapet ikke nødvendigvis ønsker å hente inn ny kapital i en situasjon hvor kapitaliseringen av Selskapet er god og det ikke foreligger konkrete investeringsplaner. Samtidig vil det måtte gå en grense for hvor lenge børsen kan akseptere at et selskap har en så begrenset fri flyt av utstedte aksjer, særlig etter at det inngås avtale om en transaksjon med en betydelig utvannende effekt for minoritetsaksjonærene. Videre kan ikke børsen se at det foreligger særskilte hinder for at Selskapets hovedaksjonær skulle kunne gjennomføre et spredningssalg dersom vedkommende ønsker at noteringen av Selskapet skal videreføres.

Selskapet har per i dag en styresammensetning hvor kun ett av tre styremedlemmer er uavhengig Selskapets daglige ledelse, vesentlige forretningsbetingelser og Selskapets større aksjeeiere. En slik sammensetning oppfyller ikke kravene som fremgår av Opptaksreglene for aksjer på Oslo Axess pkt. 2.3.2 (1) og er heller ikke i tråd med anbefalingen som fremkommer av Norsk utvalg for eierstyring og selskapsledelse (NUES) pkt. 8. Selskapet har redegjort for at "*Ved eventuelle fremtidige emisjoner kan det være aktuelt for Selskapet å utvide dets styre med flere styremedlemmer som er uavhengig av Selskapets daglige ledelse, vesentlige forretningsforbindelser og Selskapets største aksjeeier*". Selv om styresammensetningen ikke endres som følge av transaksjonen med Ferncliff TIH 1 AS, anser Oslo Børs det som uheldig at selskapet ikke har et tilstrekkelig uavhengig styre som tilfredsstillende oppfyller Opptaksreglene for Oslo Axess. Herunder antar børsen at styresammensetning i Saga Tankers gjenspeiler det konsentrerte eierskapet som foreligger, noe som ytterligere øker etter transaksjonen.

Som nevnt innledningsvis, og i tråd med veiledningen til løpende forpliktelser pkt. 12.1, anser ikke Oslo Børs at økningen av omfanget på selskapets eierandeler isolert sett skulle tilsi at selskapet ikke er egnet for videre notering på Oslo Axess. Dette da det som utgangspunkt ikke er naturlig at et selskap som før transaksjonen ikke tilfredsstillende oppfyller visse opptakskrav skal strykes etter å ha innfusjonert virksomhet, innen samme bransje, som medfører at oppfyllelsen av opptaksvilkårene styrkes uten at man formelt oppfyller disse vilkårene. Herunder har også Saga Tankers redegjort for at Selskapets markedsverdi, bokførte egenkapital og tilgang på likvide midler vil øke/styrkes som følge av innfusjoneringen av virksomheten fra Ferncliff TIH 1 AS. Mer vesentlig for denne saken er imidlertid den lave spredningen av eierskapet i selskapets aksjer og selskapets styresammensetning. Transaksjonen vil som nevnt medføre at eierstrukturen konsentreres ytterligere, og styresammensetningen antas å være en konsekvens av denne eierstrukturen som allerede før transaksjonen er meget konsentrert. Herunder svekkes oppfyllelsen av opptakskravene som følge av transaksjonen, og Oslo Børs mener at selskapet med nåværende eierstruktur og styresammensetning ikke er egnet for fortsatt notering.

Det følger av Løpende forpliktelser pkt. 15.1 (1), jf. Børsloven § 25 (1), at "*Oslo Børs kan stryke finansielle instrumenter utstedt av selskapet hvis de ikke lenger tilfredsstillende børsens vilkår eller regler eller særlige grunner for øvrig tilsier det. Børsen kan likevel ikke stryke et finansielt instrument hvis dette kan ventes å medføre vesentlig ulempe for eierne av instrumentet eller markedets oppgaver og funksjon.*" Generelt i strykingssaker vil altså hensynet til et selskaps minoritetsaksjonærer veie tungt. Hensyn til minoritetsaksjonærer synes imidlertid lite tungtveiende i denne saken. Dette da minoritetsaksjonærer med hjemmel i allmennaksjelovens § 4-26 (1) siste punkt vil kunne kreve seg innløst, og således foreligger det en "*exit mulighet*". Av veiledningen til Løpende forpliktelser pkt. 12.1 fremkommer det også at "*For selskaper notert på Oslo Axess må avveiningen av hensynene mot å stryke selskapet fastsettes gjennom praksis*".

I relasjon til denne saken foreligger begrenset etablert praksis gjennom lignende saker. "Søknad og vedtak" om fortsatt notering for Copeinca ASA ("COP") i august 2013 (jf. "Vedtak og uttalelser 2013" pkt. 4.3.2) har dog en viss relevans. I den saken hadde China Fishery Group Limited ("CFGL"), basert på mottak av aksepterte for ca 99,1 % av COPs utestående aksjer gjennom et frivillig tilbud, planlagt å gjennomføre et påfølgende pliktig tilbud. I tilbudsdokumentet ifm. det frivillige tilbudet hadde CFGL uttalt at man hadde en intensjon om å opprettholde noteringen av COP og at en reduksjon av CFGLs eierskap kunne være et alternativ. Det ble opplyst overfor Oslo Børs at et eventuelt nedsalg, for å imøtekomme opptaksreglenes krav til spredning, kunne være vanskelig å gjennomføre "*on commercially acceptable terms*" på kort sikt. Dette som følge av høy akseptgrad og den relativt høye tilbudsprisen. Øvrige opptaksvilkår ble opplyst å være oppfylt.

Videre ble det bl.a. opplyst at CFGL ønsket å opprettholde noteringen "*in anticipation of a planned restructuring and subsequent public offering of shares in Copeinca or placing out shares to achieve the ownership spread requirement within the next 12 month period. Specifically, CFG is considering a*

*plan to integrate its current Peruvian fishing operations into Copeinca".* CFGL anmodet på dette grunnlaget om en "grace period" frem til 1. oktober 2014 (altså ca. 13 måneder). Oslo Børs innvilget denne søknaden, men presiserte samtidig at unntaket kun omfattet opptaksreglenes spredningskrav.

I Saga Tankers sitt tilfelle er det pt. ikke redegjort for konkrete planer som vil medføre økt spredning av selskapets aksjer. Videre er heller ikke Selskapet kjent med at hovedaksjonær har konkrete planer for ned-/spredningssalg. Det er således vanskelig å se at de forhold som lå til grunn for børsens innvilgning av CFGLs søknad er til stede i denne saken. Videre påpekes det at Saga Tankers i en periode på langt mer enn 13 måneder har hatt mindre enn 25 % fri flyt av Selskapet aksjer. Basert på den prosess og kommunikasjon med børsen som har funnet sted siden Saga Tankers varslet salg av sitt siste skip i oktober 2011, og Selskapets redegjørelse for at en fremtidig spredningsemisjon og / eller spredningssalg ikke utelukkes, anses det hensiktsmessig i denne konkrete saken å gi Selskapet noe tid til å områ seg før en eventuell strykningsprosess initieres.

#### Vedtak:

Oslo Børs finner ikke at Saga Tankers er egnet for fortsatt notering gitt den eierstruktur og styresammensetning som foreligger per i dag. Selskapet gis en periode på tre måneder fra dato for dette brev til å oppfylle Opptaksreglene for aksjer på Oslo Axess pkt. 2.3.2, 2.4.1 og 2.4.2. Dokumentasjon på oppfyllelse av opptakskravene bes oversendt børsen innen nevnte frist. Dersom slik dokumentasjon ikke foreligger innen angitte frist vil Oslo Børs iverksette en prosess som kan medføre at selskapets aksjer strykes fra notering på Oslo Axess, jf. Løpende forpliktelser pkt. 15.1. Det bemerkes herunder at eventuelle andre vesentlige endringer ved selskapet som påvirker oppfyllelse av øvrige opptakskrav også vil bli gjenstand for tilsvarende vurdering.

Det gjøres oppmerksom på at Oslo Børs kan benytte dette brevet som veiledning til andre markedsaktører, samt at brevet vil inntas i publikasjonen "Vedtak og Uttalelser".

#### **4.3.2 Videreføring av børsnotering ved større endringer i virksomhet – NEL ASA (vedtak av 10.12.2014)**

Diagenic ASA ble børsnotert høsten 2004 med hovedvirksomhet innen forskning på og utvikling av legemidler. Høsten 2014 gjorde selskapet et oppkjøp som medførte en vesentlig endring av selskapets hovedvirksomhetsområde til hydrogenteknologi. Oppkjøpet medførte børsnotering av ny virksomhet uten forutgående opptaksprosess. Etter at oppkjøpet var gjennomført vedtok Oslo Børs at de opprinnelige noterte aksjene i Diagenic ASA (nå: NEL ASA etter navneendring) ikke skal strykes fra notering etter at Selskapet hadde gjennomgått tilnærmet ordinær opptaksprosess, jf. løpende forpliktelser kapittel 12.

#### E-post fra Oslo Børs 09.10.2014

[...]

Som nevnt i vårt møte vil denne transaksjonen ha en del sider inn mot vårt regelverk:

Iht. løpende forpliktelser kapittel 12 skal selskaper som deltar i fusjon, fisjon, eller på andre måter endrer karakter, avviker vesentlige deler av virksomheten eller inngår avtale om transaksjon som innebærer en endring på mer enn 50 prosent målt mot kriteriene nevnt i (løpende forpliktelser) pkt. 3.5.1, senest fem børsdager etter at fusjonsplan er undertegnet (eller avtale inngått) sende en orientering til børsen der det kort redegjøres for om det fusjonerte selskapet etter den aktuelle hendelsen oppfyller vilkårene for opptak til børsnotering. Det skal angis om noteringen ønskes videreført.

Senest 15 børsdager etter at børsen har mottatt orientering etter første ledd, kan børsen pålegge selskapet å sende inn et dokument som innholdsmessig tilfredsstillende kravene til børsøknad, jf. opptaksreglene punkt 3.4. I særlige tilfeller kan børsen fastsette at også andre deler av opptaksprosessen nevnt i opptaksreglene pkt. 3 og 5 skal følges.

Vil for ordens skyld i tillegg minne om kravet om informasjonsdokument jf. løpende forpliktelser 3.5.

[...]

E-post fra Oslo Børs 27.10.2014

[...]

Iflg. løpende forpliktelser pkt. 12.1 (3) kan børsen pålegge selskapet å sende inn et dokument som innholdsmessig tilfredsstillende kravene til børsøknad, jf. opptaksreglene punkt 3.4. Oslo Børs etterspør med dette et slikt dokument fra NEL ASA innen 27. november.

[...]

Med bakgrunn i at selskapet nå har skiftet helt karakter ift. selskapet som var gjenstand for opptaksvurderingen ved børsnoteringen i 2004, ser vi oss nødt til å kreve juridisk og finansiell due dilligence på selskapets oppfyllelse av opptakskravene, jf. Opptaksreglene pkt. 3.2. Due dilligence ble også kort diskutert i vårt møte i september i år og vi forstod det som at Schjødt var tiltenkt rollen som DD rådgiver og den juridiske due dilligence skulle baseres på dd gjort i oppkjøpssammenheng. Vi aksepterer at due dilligence gjort i oppkjøpssammenheng inngår som grunnlag for due dilligencen som børsen krever. Samtidig ønsker jeg å presisere at omfanget på due dilligence vi etterspør skal være som i en opptakssak.

Vi ber om tilbakemelding på hvem som skal utføre den finansielle due dilligence og en vurdering av due dill rådgivernes uavhengighet og eventuelle interessekonflikter. I den forbindelse gjør jeg oppmerksom på børs sirkulære 2/2013 (pkt. 3.4): [...]

Vil samtidig også benytte anledningen til å minne plikten til å offentliggjøre informasjonsdokument, jf. løpende forpliktelser pkt. 3.5, når det inngås transaksjoner som innebærer en endring på mer enn 25% på driftsinntekter, årsresultat eller eiendeler.

[...]

E-post fra Oslo Børs 10.11.2014

Viser til e-poster tidligere i høst og pågående prosess rundt videreføringen av Diagenics børsnotering for NEL ASA.

Så langt er det redegjort for fortsatt notering av selskapet, jf. løpende forpliktelser kap. 12.3. Videre er det avdekket avvik fra opptaksreglene og børsens løpende forpliktelser, og vi har etterspurt et dokument som innholdsmessig tilfredsstillende kravene til børsøknad. I tillegg er det også avtalt juridisk og finansiell due dilligence som i enhver børsnoteringsprosess for nye selskaper. For ordens skyld ønsker vi derfor allerede nå å gjøre oppmerksom på at det kan bli aktuelt å anse den pågående prosessen med NEL ASA som en tilnærmet ordinær opptaksprosess. I den grad det skulle bli aktuelt vil det følgelig påløpe full introduksjonsavgift for behandling av saken. Minimum avgift er på kr. 633 233,-, evt. kr. 479 723,- + kr. 511,70 pr mill i markedsverdi.

Endelig konklusjon på spørsmålet om full introduksjonsavgift må tas i etterkant av den pågående prosessen etter en totalvurdering av prosessen som nå er startet.

Dette til orientering.

#### Brev fra Oslo Børs 10.12.2014

Det vises til NEL ASAs redegjørelse for fortsatt notering av 15. oktober 2014 og dokument tilsvarende søknad av 27. november 2014 der selskapet i forbindelse med oppkjøp av 100 % av aksjene i New NEL Hydrogen Holding AS og etablering av nytt hovedvirksomhetsområde har redegjort for at aksjene i NEL ASA ikke skal strykes fra notering ved Oslo Børs i henhold til bestemmelsene i løpende forpliktelser kapittel 12. Det vises videre til resultater av due diligence – undersøkelser fremlagt for Oslo Børs den 5. desember 2014.

Administrasjonen ved Oslo Børs har i denne sammenheng truffet følgende vedtak:  
*Administrasjonen ved Oslo Børs har vedtatt at aksjene i NEL ASA ikke skal strykes fra notering på Oslo Børs etter etablering av nytt virksomhetsområde.*

Det bemerkes at NEL ASA ikke tilfredsstillter opptaksreglene pkt. 2.3.6 – Styre. Vi er forespeilet at brudd på opptaksreglene pkt. 2.3.6 søkes rettet på ekstraordinær generalforsamling den 19. desember 2014. Vi avventer avholdt ekstraordinær generalforsamling før vi tar stilling til eventuell videre oppfølging av nevnte brudd. Det bemerkes også at NEL ASA ikke tilfredsstillter opptaksreglene pkt. 2.4.6 – Minste kursverdi på kr. 10,- på børsnoteringstidspunktet. NEL ASA oppfyller dog løpende forpliktelser pkt. 2.4 – Krav til minste kursverdi på kr. 1,-. Da NEL ASA er en formell videreføring av det tidligere noterte selskapet Diagenic ASA er det ikke aktuelt å følge opp brudd på opptaksreglene pkt. 2.4.6, så lenge selskapet uansett har en nåværende kursverdi pr. aksje på over kr. 1,-.

Før oppkjøpet av New NEL Hydrogen Holding hadde selskapet, da kjent som Diagenic ASA, sin hovedvirksomhet innen forskning på og utvikling av legemidler. Etter oppkjøpet anses selskapet å ha sin hovedvirksomhet innen hydrogenteknologi. Børsen anser endringen i hovedvirksomhet å være så vesentlig at det i realiteten er en ny virksomhet som er tatt opp til notering. Børsens saksbehandling er som følge av dette å anse som en tilnærmet ordinær opptaksprosess, og det vil i henhold til gjeldende avgiftsstruktur påløpe full introduksjonsavgift for behandling av saken. Introduksjonsavgift utgjør for NEL ASA NOK 733 260,-. Faktura ettersendes om kort tid.

## **4.4 Annet**

### **4.4.1 Rettet emisjon – pliktig tilbud - Crudecorp (e-poster av 06.01.2014)**

#### E-post til Oslo Børs 06.01.2014:

Viser til samtaler vedrørende notering av aksjer i Crudecorp ASA (Crudecorp) utstedt i rettet emisjon registrert 23. desember 2013, sist samtale med børsen på fredag. Som opplyst i børsmelding 2. desember 2013, ble samtlige aksjer i den rettede emisjonen tegnet av Ymir Energi AS (Ymir), som er største aksjonær i Crudecorp. Etter gjennomføring av den rettede emisjonen har Ymir en eierandel i selskapet på 57,7 %. Medregnet ugjenkallelige forhåndsaksepter av det kommende pliktige tilbudet, vil Ymirs eierandel være på ca. 88,2 %.

Vi har fått opplyst av Ymir at selskapet har til hensikt å erverve et antall aksjer som vil bringe eierandelen i Crudecorp over 90 % (etter gjennomføring av reparasjonsemisjonen). Dersom dette ikke skjer gjennom mottak av aksepter i det pliktige tilbudet, vil Ymir søke å erverve det nødvendige

antall aksjer gjennom kjøp i markedet eller på annen måte. Deretter vil Ymir tvangsinnløse de resterende aksjonærene i Crudecorp.

Ettersom aksjene utstedt i den rettede emisjonen overstiger 10 % av aksjekapitalen i Crudecorp, kan aksjene ikke tas opp til notering før det er offentliggjort EØS-prospekt, jf. verdipapirhandelloven § 7-3. Aksjene er registrert på et separat ISIN og dermed sperret for handel over Oslo Børs. Ymir har akseptert at aksjene ikke innføres på det ordinære ISIN før etter at aksjene i Crudecorp er strøket fra notering på Oslo Børs.

På denne bakgrunn anmoder vi om at Oslo Børs gjør unntak fra plikten til å børsnotere aksjene for perioden frem til aksjene i Crudecorp er strøket fra notering, jf. løpende forpliktelser pkt. 11.4 første ledd, tredje punktum.

E-post fra Oslo Børs 06.01.2014:

Oslo Børs kan gi unntak fra 11.4 (1) 2. punktum for en periode slik at Ymir Energi AS kan gjennomføre det pliktige tilbudet. Hvis akseptgraden i det pliktige tilbudet ikke medfører at eierandelen overstiger 90 % ber børsen om en ny status for hvordan Ymir skal oppnå en eierandel på 90 %. Børsen vil i en slik situasjon gi en tidsbegrenset utsettelse for notering av emisjonsaksjene til Ymir, slik at utsettelsen av noteringen ikke kan vedvare over lang tid.

Oslo Børs ber derfor om å bli holdt orientert slik at det er mulig å ta stilling til om unntaket fra 11.4 kan opprettholdes.



## 5 OVERTAKELSESTILBUD

### 5.1 Kontrollerte tilbud 2014

#### Overtakelsestilbud etter vphl. kap 6

Selskap	Tilbyder	Pliktig/ frivillig tilbud	Dato godkjent
Algeta ASA	Aviator Acquisition AS	Frivillig	20.01.2014
Crudecorp ASA	YMIR Energy AS	Pliktig	20.01.2014
Comrod Communication ASA	Habu Holding AS	Pliktig	08.01.2014
Norwegian Car Carriers ASA	Car Carrier Investments AS	Frivillig	07.02.2014
Sølvtrans ASA	Silver Holdings AS	Frivillig	28.04.2014
BWG Homes ASA	OBOS	Frivillig	16.05.2014
EMS Seven Seas ASA	Supreme Group B.V	Pliktig*	23.06.2014
Cermaq ASA	MC Holdings	Frivillig	22.09.2014
Hurtigruten ASA	Silk Bidco AS	Frivillig	06.11.2014
Flex LNG Ltd	Geveran Trading Co Ltd	Pliktig	19.11.2014
Rocksource	EPSI AS	Pliktig	10.12.2014
Prospector Offshore Drilling S.A.	Paragon Offshore plc	Pliktig	12.12.2014
EVRY ASA	Lyngen Bidco AS	Frivillig	16.12.2014
Norwegian Property ASA	Geveran Trading Co Ltd	Pliktig	17.12.2014

\* Kombinert pliktig tilbud og meddelelse om tvangsinnløsning

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

Selskap	Innløser	Dato godkjent
Fred Olsen Production	Yinson Production Limited	08.01.2014
Algeta ASA	Aviator Acquisition AS	19.02.2014
Norwegian Car Carriers ASA	Car Carrier Investments AS	07.02.2014
BWG Homes ASA	OBOS	25.06.2014
Hurtigruten ASA	Silk Bidco AS	22.12.2014

### 5.2 Pliktig tilbud

#### 5.2.1 Tilbakelevering av lånte aksjer (e-post av 13.01.2014)

Viser til henvendelse vedrørende vår vurdering av tilbudsplikt ved tilbakelevering av aksjer under et aksjelån. Vår oppfatning generelt at er aksjelån og utløsning av tilbudsplikt må vurderes konkret for den enkelte situasjon.

Denne situasjonen gjelder utlån av aksjer for å legge til rette for rask levering av aksjer til investorer som deltar i emisjon. Når det foreligger prospekt for noteringen av aksjene vil aksjelånet bli gjort opp.

Vår oppfatning er at et slikt lånearrangement, for Convento, ikke er å anse som avhendelse og erverv av aksjer i forhold til reglene om tilbudsplikt. Det etableres ikke en situasjon der det finner sted et kontrollskifte som tilsier at andre aksjonærer bør gis en mulighet til å selge sine aksjer. Tilbudsplikt for Convento utløses følgelig ikke ved at aksjer leveres tilbake til Convento for å gjøre opp aksjelånet.

### **5.2.2 Tilbudsplikt ved målselskapets erverv av egne aksjer (e-post av 19.03.2014)**

Viser til din e-post vedrørende spørsmål om tilbudsplikt ved erverv foretatt av målselskapet selv.

Vi legger til grunn at overdragelsen av aksjer i Børsco til Holdco i desember 2013 som et utgangspunkt ville være omfattet av § 6-1 (2) om tilbudsplikt ved indirekte erverv, men at disposisjonen falt inn under unntaksbestemmelsen i vphl. § 6-3. Det følger da av vphl. § 6-6 (2) jf. vphl. § 6-5, at ethvert etterfølgende erverv av aksjer i Børsco utført av Holdco eller dennes nærstående utløser tilbudsplikt. Børsco er nærstående til Holdco som følge av at de inngår i samme konsern, jf. vphl. § 2-5 nr. 3.

Verdipapirhandelloven inneholder en bestemmelse om at etter at målselskapet er underrettet om at et tilbud skal fremsettes kan selskapet i utgangspunktet ikke foreta kjøp eller salg av egne aksjer, § 6-17 første ledd nr. 4. For øvrig inneholder ikke vphl. kap. 6 nærmere regulering av problemstillinger knyttet til at målselskap erverver eller eier egne aksjer. Heller ikke takeover-direktivet har nærmere regler om egne aksjer. Erverv eller eierskap i egne aksjer reiser flere problemstillinger i forhold til reglene om tilbudsplikt. Det generelle utgangspunktet er at det ikke skal sees bort fra erverv eller eierskap til egne aksjer ved anvendelsen av reglene om tilbudsplikt. Det skal f.eks. ikke sees bort fra egne aksjer når tersklene for tilbudsplikt beregnes (motsatt ved aksjerettslige regler om beregning av kontroll).

Tilbudsplikt utløses av den som foretar et erverv av aksjer som innebærer en direkte eller etterfølgende passering av tersklene for tilbudsplikt. Der tilbudsplikt utløses på konsolidert grunnlag innebærer det at det kun er erververen som pålegges tilbudsplikt og ikke andre parter i dennes konsoliderte gruppe.

Det er ikke inntatt i loven noe unntak fra reglene om tilbudsplikt for det tilfelle at det relevante ervervet av aksjer foretas av målselskapet selv. Det er riktignok slik at målselskapet ikke vil kunne fremme tilbud på seg selv (da det ville være i strid med allmennaksjelovens regler om erverv av egne aksjer hvor overtredelser medfører ugyldighet), men et alternativ til tilbudsplikt vil være nedsalg etter vphl. § 6-9. Børsco's erverv av egne aksjer i en situasjon som dette vil de facto øke Holdcos kontroll, og således få de samme virkninger som et erverv som utløser tilbudsplikt etter vphl. § 6-6 (2). En situasjon som her beskrevet omfattes av virkeområdet for vphl. § 6-6 (2), dersom denne skal tolkes etter sin ordlyd. Videre er det også normalt slik at et morselskapet vil kunne øve innflytelse på et datterselskaps disposisjoner. I denne konkrete sak vil Holdco med nærstående for eksempel alene kunne stemme gjennom fullmakt til styret om erverv av egne aksjer på generalforsamling, jf. asal § 9-4, herunder gi instruksjoner om antall, beløp og øvrige vilkår for å benytte fullmakten. Videre har hovedaksjonær Holdco gjennom sin styrerepresentasjon stor innflytelse over de beslutninger styret måtte fatte med bakgrunn i slik fullmakt.

Børsens utgangspunkt er likevel at vphl. § 6-6 (2) ut fra en konkret vurdering kan tolkes innskrenkende når ervervet gjelder målselskapets erverv av egne aksjer, jf. Vedtak og uttalelser 2010 pkt. 8.2.6 og Vedtak og uttalelser 2012 pkt. 5.2.4. Dette beror på en avveining av hensynet til utsteders muligheter for å gjennomføre hensiktsmessige disposisjoner som er i utsteders og aksjonærfellesskapets interesser på den ene siden, og hensynet til minoritetsaksjonærenes exit-mulighet der majoritetsaksjonæren får befestet sin kontroll i selskapet gjennom etterfølgende erverv på den annen side. Normalt vil det neppe være i aksjonærfellesskapets interesse om målselskapet i

en situasjon som beskrevet skulle være fullstendig avskåret fra å erverve egne aksjer. Myndighetsmisbruksnormene i asal § 6-28 og 5-21, samt den verdipapirrettslige likebehandlingsregelen i vphl. § 5-14 skal som utgangspunkt forhindre at beslutningen om erverv av egne aksjer ikke baseres på utenforliggende hensyn. Et utenforliggende hensyn i en slik sammenheng, ville nettopp være dersom beslutningen om å erverve egne aksjer viser seg å være fundert i et ønske om å øke morselskapets kontroll, og ikke er saklig begrunnet ut fra utsteders og aksjonærfelleskapets interesser. I slike tilfeller vil børsen heller ikke utelukke at tilbudsplikt vil kunne konstateres ut fra omgåelsesbetraktninger, dvs. ut fra en vurdering av at målselskapets erverv reelt sett må anses som et erverv på vegne av morselskapet. Dette ville i så tilfelle utløse en plikt for målselskapet til å selge de ervervede aksjer.

Vi gjør oppmerksom på at ovennevnte er børsens vurderinger rundt de rettslige spørsmål den beskrevne situasjon reiser, og at børsklagenemnden vil kunne være av en annen oppfatning dersom spørsmålet skulle ble forelagt denne. Vi viser også til Vedtak og uttalelser 2012 pkt. 5.2.4 for nærmere vurderinger rundt evt. påvirkning på vurderingen av pris dersom hovedeier på et senere tidspunkt skulle utløse tilbudsplikt.

### **5.2.3 Minimum tilbudspris – betinget kjøpsavtale med variabelt vederlag (e-poster av 24.04.2014)**

E-post til Oslo Børs 24.04.2014:

#### Spørsmål om beregning av tilbudspris i et pliktig tilbud

Viser til telefonsamtale nå nettopp vedrørende spørsmål om beregning av tilbudspris i et pliktig tilbud.

Kort oppsummert er faktum at en klient ønsker å overta et norsk notert selskap gjennom å kjøpe aksjer og gjeld. Dette selskapet planlegger nå en finansiell restrukturering som kan innebære en emisjon med utstedelse av et stort antall aksjer til en langt lavere pris en dagens markedskurs, og åpne for konvertering av obligasjonsgjeld.

Vår klient vurderer å tilby en betinget kjøpsavtale/forhåndsaksept til noen store aksjonærer som tilsammen eier en vesentlig del av aksjene og gjelden i selskapet. Siden det per i dag er usikkert hvorvidt restruktureringen vil bli gjennomført eller ikke, ønsker vår klient å tilby ulik pris for aksjene, ved at

- det blir tilbudt en høyere pris per aksje for det tilfellet at restruktureringen ikke blir gjennomført (og en pris for gjelden). og
- det blir tilbudt en lavere pris per aksje for det tilfellet at restruktureringen blir gjennomført.

Forutsatt at betinget kjøpsavtale/forhåndsaksept inngås og at restruktureringen gjennomføres, er problemstillingen hvorvidt tilbudsmyndigheten vil anta at den høyere prisen som ble tilbudt til noen aksjonærer som nevnt ovenfor vil være bindende for beregningen av tilbudsprisen i et etterfølgende pliktig tilbud.

Slik vi ser dette nå, vil vår klient trolig ikke være forpliktet til å tilby den høyere prisen i et pliktig tilbud dersom betingelsene for dette tilbudet ikke inntreffer, altså at restruktureringen ikke blir gjennomført, da tilbyder på disse forutsetningene ikke kan sies å være «betalt eller avtalt» et slikt vederlag, jf. vphl. § 6-10. Dette ber vi om kommentarer fra tilbudsmyndigheten på.

E-post fra Oslo Børs 24.04.2014:

Vi forstår din forespørsel slik at det er snakk om en avtale om kjøp der den avtalte prisen enten er A eller B avhengig av om restruktureringen blir gjennomført eller ikke.

Vi deler deres vurdering nedenfor om at høyeste vederlag betalt eller avtalt siste 6 måneder, jf. vphl. § 6-10, vil kunne anses å være enten alternativ A eller B avhengig av om restruktureringen blir gjennomført eller ikke.

Vi forutsetter da at

- når ervervet som utløser tilbudsplikt gjennomføres er begivenheten som bestemmer om det blir pris A eller B tilbakelagt,
- evt. kjøp/konvertering av gjeld (og evt. andre transaksjoner) er slik at de i seg ikke får noen betydning for prisen tilbyder skal betale for aksjene i ervervet som utløser tilbudsplikt (f.eks. aksjene er priset lavere fordi tilbyder samtidig kjøper gjeld mv.).

#### **5.2.4 Exemption from Norwegian rules on take-over bids – African Petroleum (brev av 09.05.2014)**

We refer to letter dated 22 February 2014 regarding application for exemption from Norwegian take-over rules in respect of African Petroleum Corporation Limited ("African Petroleum" or the "Company").

The rules on take-over bids are set out in chapter 6 of the Norwegian Securities Trading Act ("STA").

Section 6-23 of the STA states:

*"Section 6–23 Takeover bids with links to more than one state*

*(1) The provisions of this chapter apply equally in relation to*

- 1. companies with their registered office in another state whose shares or other securities comparable to shares are not quoted on a regulated market in the state in which the company has its registered office but on a Norwegian regulated market, and*
- 2. companies with their registered office in Norway whose shares are quoted on a regulated market in another EEA state.*

*(2) The ministry may in cases as mentioned in subsection (1) lay down further regulations on the application of the provisions of this chapter as well as on the takeover supervisory authority and choice of law.*

*(3) The takeover supervisory authority may by individual decision make exception from some or all of the provisions of this chapter in the case of companies with their registered office in Norway whose shares are quoted on a regulated market both in Norway and a state outside the EEA. The same applies in relation to companies with their registered office in a state outside the EEA whose shares are quoted on a regulated market in Norway.*

Oslo Børs ASA is the take-over supervisory authority in respect of companies listed on Oslo Børs or Oslo Axess.

African Petroleum is an Australian public limited liability company. Hence, it is a company with registered office outside the EEA.

African Petroleum has applied for admission to listing on Oslo Axess.

African Petroleum is currently listed on the National Stock Exchange of Australia, a regulated market in the state in which the company has its registered office (Australia). As a consequence of the listing on the National Stock Exchange of Australia, the Norwegian rules on take-over bids will not be applicable in relation to African Petroleum.

In the application African Petroleum states that it is contemplated that the Company following listing on Oslo Axess will commence the process to become de-listed from the National Stock Exchange of Australia. Following such delisting, African Petroleum will only be listed on Oslo Axess and not on any other regulated market.

As a consequence of a de-listing from the National Stock Exchange of Australia, the Norwegian rules on take-over bids will be applicable in relation to African Petroleum. However, Oslo Børs, in capacity as take-over supervisory authority, may decide to make exception from all or some of the provisions of the Norwegian rules on take-over bids in relation to companies with their registered office in a state outside the EEA, cf. the STA section 6-23, third paragraph.

African Petroleum has applied for an exemption from all provisions regulating voluntary and mandatory takeover bids in chapter 6 of the STA.

Exemptions from the rules on take-over bids in respect of primary listed companies will only be granted in extraordinary circumstances, cf. Circular 11/2007: Norwegian rules on takeover bids - application to foreign companies - rules on exemptions.

As per Australian law the take-over rules of Australia will continue to be applicable in relation to African Petroleum also following a de-listing from the National Stock Exchange of Australia. African Petroleum has informed that these rules include provisions that are in conflict with Norwegian rules. Further, it is not possible to be granted exemption from the applicability of Australian take-over rules.

In connection with this application Oslo Børs has also received information from the Company Secretary of African Petroleum regarding Australian take-over rules.

On this basis, Oslo Børs, in capacity as take-over supervisory authority, has resolved to exempt African Petroleum from all provisions regulating voluntary and mandatory takeover bids in Chapter 6 of the STA, cf. Section 6-23, third paragraph. Oslo Børs has particularly emphasized that the company by virtue of law is subject to the Australian rules on take-over bids and that these rules are in conflict with the Norwegian take-over rules. The exemption is only effective provided Australian take-over rules apply in relation to African Petroleum. Should Australian take-over rules cease to be applicable, African Petroleum must notify Oslo Børs. Such notification shall be made prior to the event becoming effective and as early as possible.

African Petroleum shall make this decision and the implications of the decision public. This may be done in the listing prospectus published in connection with admission to listing on Oslo Axess.

### **5.2.5 Tilbudspris – rett til ytterligere betaling (e-post av 06.06.2014)**

I forlengelsen av telefonsamtalen tidligere i dag.

Vi har sett på det som er oversendt vedrørende bestemmelsen om retten til ytterligere betaling til seglerne av aksjer i EMS Seven Seas, herunder utkastet til endringsavtale.

Vi er av den oppfatning at en slik endringsavtale er relevant for vurderingen av fastsettelsen av minimum tilbudspris, dvs. høyeste pris betalt siste 6 mnd. (jfr. Elkem saken). Videre er det vår oppfatning at dersom selger og kjøper avtaler at selgers rett til ytterligere betaling bortfaller og erstattes av en forpliktelse til ikke å selge aksjene for en viss periode er ikke forholdet av en slik karakter at det representerer en rett som har økonomisk verdi som legges til kontaktvederlaget. Vi anser følgelig høyeste pris betalt for å være NOK 5.

Vi kommer tilbake med kommentarer til tilbudsdokumentet. Som nevnt på telefon regner jeg med å kun ha noe få mindre kommentarer.

Nå det gjelder kontrollen av tilbudsprisen ønsker vi en mer detaljert redegjørelse for den prisen som er betalt for obligasjonene. Dette fordi tilbyder har ervervet både aksjer og obligasjoner fra de samme investorene. Vi ber derfor tilbyder om en nærmere begrunnelse for den prismodell som er benyttet – pålydende pluss påløpte ikke betalte renter. En slik modell forutsetter at långiver vurderes som i stand til å innfri lånet som avtalt. I denne forbindelse ber vi også om å få oversendt informasjon om priser obligasjonene er blitt omsatt for.

### **5.2.6 Overgangsregel og gjentatt tilbudsplikt. Anvendelsesområdet for reglene om frivillig tilbud (e-poster av 11.06.2014)**

E-post til Oslo Børs 11.06.2014

*Spørsmål vedrørende tilbudsplikt – kontroll av tilbudsdokument*

Vi har vurdert et spørsmål vedrørende tilbudsplikt (i praksis vedr spm om krav til tilbudsdokumentasjon og godkjenning fra børsen). Faktum er som følger:

Selskap A ble notert på Oslo Børs i 2001. Selskapet har siden noteringen hatt 1 dominerende eier, B. B har siden børsintroduksjonen uavbrutt eid over 40 % av selskapets aksjer, og eier i dag noe over 49 % (men under 50 %). B vurderer å fremsette et frivillig tilbud på samtlige aksjer i A. Et slikt tilbud vil, dersom det blir akseptert av de som mottar det, føre til at B blir eier av mer enn 50 % av aksjene i B og dermed utløse tilbudsplikt, jf vphl § 6-6(1).

Etter vårt syn vil imidlertid B omfattes av unntaksregelen i vphl § 18-2(2), dvs at B ikke vil utløse tilbudsplikt dersom B passerer 50 % av aksjene i A, jf over. Nå inneholder vel §6-19 en henvisning til § 6-1, ikke § 6-6, så etter ordlyden skulle man vel nærmest tro at reglene kun gjelder når tilbyder overstiger 1/3-grensen, men jeg problematiserer ikke dette nærmere her, i og med at det etter vår oppfatning er tålelig klart at B omfattes av unntaksregelen som nevnt.

Tilbudet vil i alle tilfelle bli strukturert som et tilbud iht vphl og fremsatt med tilbudsdokumentasjon som er ment å tilfredsstillere vilkårene i vphl §6-13. Den praktiske forskjellen for tilbyder er derfor i første rekke spm om tilbudsdokumentet krever godkjenning fra børsen (i tillegg til at det selvsagt har betydning for de andre reglene i vphl §§ 6-12 – 6-18. Etter vårt syn trenger et tilbud fra B som skissert ikke tilfredsstillere reglene i vphl § 6-19 jf §§ 6-10, siste ledd og 6-12 – 6-18, og følgelig trenger heller ikke tilbudsdokumentet godkjenning fra børsen.

Det hadde vært fint om børsen kunne bekrefte at den er enig i vår vurdering av om tilbudsdokumentet krever godkjenning gitt faktum beskrevet over før tilbudet fremsettes/offentliggjøres, siden dette har betydning for tidsplanen (og om tilbud fremsettes før sommeren).

E-post fra Oslo Børs 11.06.2014

Jeg viser til din henvendelse vedrørende unntak fra tilbudsplikt i henhold til overgangsregler og verdipapirhandellovens virkeområde med hensyn til frivillig tilbud.

Det første spørsmålet som reises er om aksjonær B faller inn under overgangsregelen i § 18-2 (2), og dermed er unntatt fra reglene om gjentatt tilbudsplikt etter vphl. § 6-6 (1) ved erverv som medfører passering av 50 % -terskelen.

Basert på det opplyste oppfatter vi faktum slik:

- Aksjonær B falt inn under unntaket i verdipapirhandelloven av 1997 § 4-6 (2), som følge av at aksjonær B ved opptak til notering av selskap A i 2001 eide mer enn 40 % av aksjene.
- Aksjonær B har deretter uavbrutt eid over 40 % av aksjene i selskap A.

Med grunnlag i ovennevnte deler vi deres vurdering av at aksjonær B er omfattet av overgangsregelen i § 18-2 (2), jf. også ot. prp. nr 34 (2006-2007) s. 447, og dermed er unntatt fra regelen om gjentatt tilbudsplikt ved passering av 50 %-terskelen.

Det neste spørsmålet som reises er om aksjonær B's fremsettelse av tilbud om erverv av de resterende aksjene i selskap A, vil være omfattet av reglene om frivillig tilbud i verdipapirhandelloven kap. 6.

Virkeområdet for kapittel 6 i verdipapirhandelloven er etter ordlyden i § 6-19 (1) begrenset til å omfatte frivillige tilbud som innebærer at pliktig tilbud utløses dersom det gjennomføres. I Takeoverdirektivet art. 2 (1) bokstav (a) er frivillige tilbud definert som tilbud om erverv av aksjer med det formål eller den følge at kontroll oppnås. Det fremgår av forarbeidene at det har vært lovgivers intensjon å avgrense virkeområdet mot «frivillige tilbud som fremsettes etter at kontroll er oppnådd og tilbud fremsatt» (NOU 2005:17 s.43).

Nå er ikke årsaken for unntak fra tilbudsplikt i nærværende sak at 50 %-terskelen allerede er passert gjennom et tidligere pliktig tilbud, men at aksjonær B, som i dag eier under 50 %, var omfattet av unntaksregel i tidligere verdipapirhandellov som gjaldt før regelen om gjentatt tilbudsplikt ved passering av 50 % ble innført. Begrunnelsen for overgangsregelen § 18-2 (2) er i følge forarbeidene at tilbudsplikt ved passering av 50 % for aksjonærer som falt inn under unntaksregelen i vphl. av 1997 § 4-6 (2) ville være en uforutsigbar endring av rettstilstanden, og dermed fremstå som urimelig. Når lovgiver har valgt å unnta disse tilfellene fra tilbudsplikt, må en konsekvens av dette etter børsens vurdering være at erverv utformet som et tilbud også faller utenfor virkeområdet til vphl. § 6-19, jf. også ordlyden i bestemmelsen, og dermed også øvrige regler i kap. 6. Dette selv om lovgiver i og med ny lov av 2007 definerte 50 % som en terskel for kontrollskifte.

Tilbudet som fremsettes må imidlertid tilfredsstillende kravet vphl. § 3-9 (2) om god forretningsskikk. Videre vil målselskapet være omfattet av anbefalingene i Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse pkt. 14 ved fremsettelse av et tilbud som beskrevet.

Børsen ser for øvrig positivt på at tilbudet som skissert nedenfor vil tilpasses reglene i vphl. kap. 6, da dette bidrar til å sikre likebehandling av aksjonærene og at disse får tilstrekkelig informasjon og tid til å vurdere tilbudet. Oslo Børs vil også kunne kontrollere tilbudet mot ordinær avgift dersom tilbyder ønsker dette (se nærmere om børsens kontroll i den forbindelse, vedtak og uttalelser 2011 s.179). For det tilfellet at tilbudet ikke underlegges børsens kontroll ber vi om at det uttrykkelig fremgår av tilbudsdokumentet at tilbudet faller utenfor reglene om frivillige tilbud i vphl. kap 6, og derfor heller ikke er kontrollert av Oslo Børs i egenskap av tilbudsmyndighet.

## 5.2.7 Opphør av norske regler om overtakelsestilbud ved notering i registreringsstat - EOC Limited (e-poster av 15.07. og 17.07.2014)

E-post til Oslo Børs 15.07.2014:

Spørsmål vedrørende take-over reglens anvendelse

Som du er kjent med, er EOC limited i ferd med å søke sekundærnotering på SGX-ST. Vi bistår selskapet i utarbeidelsen av noteringsprospektet i Singapore og trenger avklaring på hvorvidt de norske overtakelsesreglene fortsatt vil komme til anvendelse etter gjennomføringen av sekundærnoteringen. Slik vi leser verdipapirhandelloven § 6-23 (1) no. 1 oppfatter vi at de norske reglene ikke lenger vil komme til anvendelse for EOC etter at selskapet noteres i hjemstaten. EOC er allerede gjenstand for overtakelsesreglene i Singapore (følger av selskapslovgivningen), og konsekvensen av noteringen blir da slik vi ser det at de norske reglene ikke lenger kommer til anvendelse i tillegg til de reglene som gjelder i Singapore.

Hører gjerne om dere har noen synspunkter på dette.

E-post fra Oslo Børs 17.07.2014:

Et litt lengre svar på din forespørsel, da vi hadde behov for noen klargjøringer i forhold til verdipapirforskriften kap. 6 som kan gjøres kjent.

Etter det jeg forstår er EOC et selskap hjemmehørende i Singapore og er per i dag kun notert på Oslo Børs. SGX-ST er et selskap hjemmehørende i Singapore med tillatelse til å drive børs gitt av myndighetene i Singapore.

Det følger av vphl. § 6-23 (1) nr. 1 at de norske reglene om overtakelsestilbud også gjelder for selskap med forretningskontor (registreringsstat) i annen stat enn Norge, hvis aksjer eller likestilte verdipapirer, ikke er notert på regulert marked i registreringsstaten, men på norsk regulert marked. Denne bestemmelsen gjelder også selskaper hjemmehørende utenfor EØS, slik som EOC.

Følgelig kommer de norske reglene om overtakelsestilbud, vphl. kap 6, til anvendelse i forhold til EOC. Jeg nevner for ordens skyld at verdipapirforskriften ikke skal forstås slik at dette modifiseres gjennom verdipapirforskriften § 6-13 og § 6-14. Når et selskap med registreringsstat utenfor EØS ikke er notert i sin registreringsstat, gjelder de norske reglene om overtakelsestilbud fullt ut. Her inneholder verdipapirforskriften en unøyaktighet når § 6-14 (2) viser til § 6-13 (3) i sin helhet, og ikke bare til § 6-13 (3) nr. 1. Angivelsen av fordeling av lovvalg og tilsyn i verdipapirforskriften § 6-14 (2) gjelder i forhold til selskaper med registreringsstat i EØS. I det opprinnelig utkastet til forskrift som fulgte ved høringsnotatet (Høring – forslag til forskriftsbestemmelser i verdipapirforskriften om overtakelsestilbud fra september 2007) var henvisningen riktig. Videre gjelder § 6-13 (3) nr. 2 bare der selskapet ikke er notert i sin registreringsstat slik det følger av utgangspunktet i vphl. § 6-23 (1) nr. 1.

I forhold til slike selskaper hjemmehørende utenfor EØS gir vphl. § 6-23 (3) tilbudsmyndigheten kompetanse til ved enkeltvedtak helt eller delvis å gjøre unntak fra reglene om overtakelsestilbud. Slikt vedtak foreligger ikke i forhold til EOC.

Når det gjelder utenlandsk selskap som er notert både i registreringsstaten og Norge, følger det motsetningsvis av vphl. § 6-23 (1) nr. 1 at de reglene om overtakelsestilbud ikke kommer til anvendelse. Dette vil også gjelde der noteringen i registreringsstaten skjer senere enn noteringen i Norge.



Dette innebærer at dersom EOC blir notert på regulert marked i Singapore vil de norske reglene om overtakelsestilbud ikke lenger komme til anvendelse i forhold til selskapet. Etter det jeg forstår gjelder den forestående noteringen Main Board på SGX-ST. SGX-ST Main Board vil være et marked som ansees som regulert marked etter vphl. § 6-23. Uten at jeg har sett nøye på det vil jeg anta at også SGX-ST Catalyist vil kunne ansees som regulert marked i denne forbindelse.

Det avgjørende for tidspunktet for når reglene om overtakelsestilbud kommer til anvendelse er når aksjene faktisk tas opp til notering. Det samme må gjelde i forhold til tidspunktet for opphør av når reglene om overtakelsestilbud kommer til anvendelse.

## **5.2.8 Tilbudspflicht - aksjelån ved stabilisering – Scatec Solar ASA (e-poster av 19.09. og 23.09.2014)**

E-post til Oslo Børs 19.09.2014:

Vi viser til samtale per telefon angående planlagt notering av Scatec Solar ASA ("Selskapet").

Scatec AS ("Scatec") eier i dag 36,81 % av aksjene og stemmene i Selskapet. Scatec eier i dag 63,10% av aksjene i Scatec Invest AS ("Scatec Invest") og 21,33% i Scatec Solar Ansatte AS ("Solar Ansatte"). Gjennom eierskap og aksjonæravtaler i Solar Ansatte og Scatec Invest er disse to selskapene kontrollert av Scatec. Scatec Invest og Solar Ansatte eier henholdsvis 16,44 % og 2,74 % av aksjene og stemmene i Selskapet. Gjennom Scatec Invest og Solar Ansatte kontrollerer således Scatec til sammen 55,99% av aksjene og stemmene i Selskapet.

I forbindelse med noteringen av Selskapet vil det gjennomføres en aksjekapitalforhøyelse og et nedsalg med indikativt kursintervall. Det er derfor ikke klart på det nåværende tidspunkt hvilken eierandel Scatec, Scatec Invest og Solar Ansatte vil få etter noteringen. Avhengig av blant annet fastsettelse av kurs og volum i transaksjonen kan Scatec alene og/eller sammen med Scatec Invest og/eller Solar Ansatte eie over 1/3 av aksjene og stemmene i Selskapet.

I forbindelse med noteringen er det også planlagt at en av tilretteleggene ("Stabiliseringsagenten") skal gjennomføre et ordinært stabiliseringsprogram i en periode på inntil 30 dager etter noteringen. For å sikre levering av aksjer under stabiliseringsprogrammet er det inngått en aksjelånsavtale mellom enkelte aksjeeiere, inkludert Scatec, Scatec Invest og Solar Ansatte, og Stabiliseringsagenten. Aksjeeierne vil låne ut et bestemt antall aksjer til Stabiliseringsagenten før notering finner sted, tilsvarende overtildelingsfasiliteten til Stabiliseringsagenten. Utlånet kan, sammen med utvanning i aksjekapitalforhøyelsen/nedsalget, medføre at antall aksjer/stemmer som Scatec holder alene og/eller sammen med Scatec Invest og/eller Solar Ansatte faller under 1/3 (eller en annen tilbudspflichtsgrense) før noteringen. Tilbakelevering av aksjer fra Stabiliseringsagenten til aksjeeierne skal skje så snart som praktisk mulig etter utløpet av 30-dagersperioden for stabiliseringsprogrammet, som vil være etter at Selskapets aksjer er notert. Tilbakelevering vil i utgangspunktet gjennomføres ved bruk av aksjer som Stabiliseringsagenten har ervervet i markedet i stabiliseringsperioden. Dersom det ikke er ervervet et tilstrekkelig antall aksjer for å oppfylle tilbakeleveringsforpliktelsen mot aksjeeierne, vil Stabiliseringsagenten kjøpe de resterende aksjene fra de utlåne aksjeeierne etter utløpet av stabiliseringsperioden. Tilbakelevering av aksjer kan innebære at antall aksjer som Scatec holder alene og/eller sammen med Scatec Invest og/eller Solar Ansatte passerer tilbudspflichtsterskelen på 1/3 (eller en annen tilbudspflichtsgrense).

På vanlig måte og av hensyn til at aksjene som skal lånes ut til Stabiliseringsagenten skal kunne videreselges til investorer i henhold til overtildelingsfasiliteten, vil ikke aksjeeierne som låner ut aksjene anledning til å utøve stemmeretten som er knyttet til aksjene, men vil beholde alle

økonomiske rettigheter. Aksjeeierne som låner ut aksjene skal ikke motta vederlag for aksjelånet. Videre skal aksjelånet på vanlig måte registreres som aksjelån i VPS.

Etter Scatec's vurdering, blant annet med henvisning til Vedtak og Uttalelser for 2011 s. 149-150 (punkt 5.2.2), er ovennevnte lånearrangementer ikke å anse som avhendelse og erverv av aksjer i forbindelse med tilbudsplikt, slik at tilbudsplikt ikke inntreffer ved tilbakelevering av aksjer under aksjelånene som nevnt ovenfor, og at reglene om tilbudsplikt for etterfølgende erverv heller ikke kommer til anvendelse for Scatec alene og/eller sammen med Scatec Invest og/eller Solar Ansatte som følge av tilbakelevering av aksjer under aksjelånene som nevnt ovenfor.

Videre er det Scatec's vurdering at Scatec alene og/eller sammen med Scatec Invest og/eller Solar Ansatte fritt kan kjøpe og selge aksjer i Selskapet etter tilbakelevering av aksjer under aksjelånene som nevnt ovenfor uten å utløse tilbudsplikt, inntil den konsoliderte gruppen bestående av Scatec, Scatec Invest og/eller Solar Ansatte etter tilbakelevering av aksjer under aksjelånene nevnt ovenfor passerer en tilbudspliktsterskel ved 40% eller 50% ved erverv av aksjer, forutsatt at denne konsoliderte gruppen samlet eier mer enn 1/3 ved og etter noteringstidspunktet (inkludert utlånsaksjene) og at ingen i gruppen alene passerer en tilbudspliktsterskel på en måte som utløser tilbudsplikt.

Til slutt er det Scatec's vurdering at aksjeutlån og tilbakelevering som nevnt ovenfor ikke har betydning for tilbudsprisen i et eventuelt fremtidig pliktig tilbud av Scatec, Scatec Invest og/eller Solar Ansatte vedrørende aksjene i Selskapet (slik at aksjeutlånene og tilbakeleveringen ikke påvirker Scatec's, Scatec Invests eller Solar Ansattes situasjon hva gjelder tilbudspliktsreglene).

Som følge av de vesentlige konsekvenser av tilbudspliktsreglene, ber Scatec om Oslo Børs sin bekreftelse av Scatec's' vurdering som beskrevet ovenfor.

#### E-post fra Oslo Børs 23.09.2014

Viser til henvendelse vedrørende vår vurdering av tilbudsplikt ved tilbakelevering av aksjer under et aksjelån. Vår oppfatning generelt at er aksjelån og forholdet til tilbudsplikt må vurderes konkret for den enkelte situasjon. Se Vedtak og uttalelser s. 204 og videre henvisninger inntatt der.

Denne situasjonen gjelder utlån av aksjer for å legge til rette for stabiliseringsprogram, med overtildelingsfasilitet som gjennomføres i forbindelse med nynotering av Scatec Solar ASA. Når stabiliseringsprogrammet er gjennomført (30 dager stabiliseringsperiode i tråd med forordningen) vil aksjelånet bli gjort opp.

Vår oppfatning er at et slikt lånearrangement, for utlånerne, ikke er å anse som avhendelse og erverv av aksjer i forhold til reglene om tilbudsplikt. Det etableres ikke en situasjon der det finner sted et kontrollskifte som tilsier at andre aksjonærer bør gis en mulighet til å selge sine aksjer.

Det innebærer blant annet at:

- Tilbudsplikt for utlåner utløses følgelig ikke ved at aksjer leveres tilbake til utlånerne for å gjøre opp aksjelånet.
- Utlåner, herunder konsolidert gruppe utlåner inngår i, ansees ikke, ved tilbakeleveringen, for å ha passert grense for tilbudsplikt på måte som utløser tilbudsplikt etter vphl. § 6- 6 (2) – (etterfølgende tilbudsplikt).
- Utlånet og tilbakeleveringen ansees ikke som erverv i forhold til regelen om minste tilbudspris (høyeste kjøpspris siste 6 måneder) etter vphl. § 6-10 (4) 1 pkt. ved et eventuelt fremtidig pliktig tilbud fra utlåner (eller nærstående).

## 5.3 Frivillig tilbud

### 5.3.1 Styrets uttalelse i forbindelse med frivillig tilbud på Norwegian Car Carriers ASA (e-poster av 21.01. – 14.02.2014)

E-post til Oslo Børs 21.01.2014:

Viser til samtale tidligere i dag vedrørende det frivillige tilbudet ("Tilbudet") på Norwegian Car Carriers ASA ("NOCC" eller "Selskapet"), fremsatt av Car Carriers Investment AS ("Tilbyder"), et selskap som eies i fellesskap av Klaveness Invest AS (et heleid datterselskap av Klaveness Marine Holding AS) og Nautilus H Limited, et heleid datterselskap av J.P Morgan Global Maritime Investment Fund, som nærmere beskrevet ved børsmelding offentliggjort 20. januar 2014.

Vi bistår Selskapet som i denne sammenheng representeres av de av styrets medlemmer som er uavhengige av Tilbyder. I forkant av annonsering av Tilbudet fikk Tilbyder adgang til å gjennomføre en due diligence gjennomgang av Selskapet i henhold til en prosessavtale inngått mellom Selskapet og Tilbyder den 20. desember 2013 ("Prosessavtalen"). Prosessavtalen legger ingen føringer eller begrensninger på Selskapet i forhold styrets håndtering og vurdering av Tilbudet, men regulerer kun rammene for due diligence prosessen, i tillegg til at den inneholder alminnelige bestemmelser om konfidensialitet, behandling av innsideinformasjon mv.

Styreleder Carl Petter Finne er administrerende direktør i Klaveness Marine Holding, et av eierselskapene til Tilbyder, og har derfor ikke deltatt i noen styremøter hvor det mulige Tilbudet har blitt behandlet av styret siden Selskapet mottok den første henvendelsen fra Tilbyder den 9. desember 2013. Det samme gjelder Kristine Klaveness som er ansatt i Klaveness Marine Holding.

De øvrige medlemmer av Selskapets styre, Jørgen G. Heje, Atle Bergshaven og Nini E. Høegh Nergaard, har på vegne av Selskapet håndtert prosessen med vurderingen av Tilbudet og de diskusjonene som har vært med Tilbyder i forkant av annonsering. Disse styremedlemmene anses å være helt uavhengige av Tilbyder basert på de kriteriene som fremgår av Norsk Anbefaling for Eierstyring og Selskapsledelse. Basert på samme vurdering legger man derfor også opp til at nevnte uavhengige styremedlemmer avgir den formelle uttalelsen om Tilbudet i henhold til Verdipapirhandelloven § 6-16.

Etter hva vi forstår basert på børsmeldingen fra Tilbyder forventer man at tilbudsdokument vil bli godkjent og offentliggjort i løpet av noen få dager. Basert på samme børsmelding legges det videre opp til en forholdsvis kort tilbudsperiode på 2 uker.

For at de uavhengige styremedlemmene skal ha tilstrekkelig med tid til å gjøre nødvendige forberedelser for å kunne avgis uttalelsen innenfor den lovbestemte frist på 1 uke før utløpet av tilbudsperioden, ber vi om en bekreftelse i løpet av morgendagen på at Oslo Børs er enig i vår vurdering av at den formelle uttalelsen i dette tilfellet kan avgis av de uavhengige styremedlemmene Jørgen G. Heje, Atle Bergshaven og Nini E. Høegh Nergaard, jf. Verdipapirhandelloven § 6-16 (4) og at Oslo Børs følgelig ikke vil kreve at uttalelsen i stedet avgis av en uavhengig sakkyndig. Dersom Oslo Børs skulle ha behov for ytterligere informasjon i denne sammenheng er det fint om vi kan få beskjed om dette så raskt som mulig.

E-post fra Oslo Børs 22.01.2014:

Vi er enige i deres vurdering nedenfor, dvs. at den formelle uttalelsen i dette tilfellet kan avgis av de uavhengige styremedlemmene som nevnt. Oslo Børs vil følgelig ikke kreve at uttalelsen må avgis av en uavhengig sakkyndig. Formelt vedtak om dette vil bli ettersendt.

#### E-post fra Oslo Børs 23.01.2014:

Viser til e-mail av i går.

Etter verdipapirhandelloven (vphl.) § 6-16 skal styret i Norwegian Car Carriers ASA offentliggjøre en uttalelse om det frivillige tilbudet fremmet av Car Carriers Investment AS. Dersom det frivillige tilbudet er fremsatt av noen som er medlem av styret i Norwegian Car Carriers ASA, eller tilbudet er fremsatt i forståelse med styret, avgjør tilbudsmyndigheten hvem som skal avgi uttalelsen. Vi har fått opplyst at Klaveness Marine Holding AS er representert i styret gjennom styrets leder Carl Petter Finne og styremedlem Kristine Klaveness. Oslo Børs har, i egenskap av tilbudsmyndighet, etter forslag fra selskapet, besluttet at uttalelse fra Norwegian Car Carriers ASA om det frivillige tilbudet fra Car Carriers Investment AS skal avgis av styremedlemmene Jørgen G. Heje, Atle Bergshaven og Nini E. Høegh Nergaard. Vi har fått opplyst at disse ikke har tilknytning til tilbyder. Det skal opplyses om vår beslutning i den uttalelsen disse offentliggjør på vegne av selskapet.

#### E-post fra Oslo Børs 14.02.2014:

I forlengelsen av telefonsamtale i sted.

Henvendelsen om utsatt offentliggjøring er loggført hos oss.

Etter verdipapirhandelloven (vphl.) § 6-16 skal styret i Norwegian Car Carriers ASA offentliggjøre en uttalelse på vegne av selskapet om det frivillige tilbudet.

Slik uttalelse ble offentliggjort 31. januar 2014.

Uttalelsen inneholder vurderinger av tilbudsprisen, herunder vurderinger av tilbudsprisen innhentet fra ABG Sundal Collier. Styrets konklusjon er at tilbudsprisen ikke er tilstrekkelig.

Dersom tilbyder skulle økte tilbudsprisen gjennom en endring av tilbudet (vilkårene for dette tilbudet gjør det mulig) må styret forholdet seg til tilbudet slik det foreligger etter endringen. Når det mest sentrale elementet i tilbudet endres slik at tidligere avgitt uttalelse ikke lenger gir aksjonærene fornuftig informasjon om styrets vurdering, må styret gi en oppdatert uttalelse. Ved en slik endring må styret kunne benytte den tid de mener er nødvendig, sett hen til gjenværende lenge på akseptperioden.

Legger for ordens skyld til at dette er i overensstemmelse med den forståelse av vphl. § 6-16 vi ved tidligere anledning har gitt uttrykk for.

### **5.3.2 Offer: index fund(s) - call option - Algeta (e-poster av 03. – 05.02.2014)**

#### E-post til Oslo Børs 03.02.2014:

We refer to the voluntary offer by Aviator Acquisition AS (the "Offeror") to acquire all shares in Algeta ASA ("Algeta") (the "Offer").

One (or more) of Algeta's shareholders is an index fund which invests in shares in companies that are included in the OSEBX index. It is our understanding that index funds are generally reluctant to, and might in some situations also be prevented from, accepting an offer where the offeror has the right to waive the condition that it shall become owner of 90% of the shares, as is the situation in the

Offer. The reason is that index funds according to their mandates shall invest in companies that are included in the relevant index, and accordingly would not tender their shares unless they are certain that the company will be excluded from the index. It is our understanding that only when the 90% ownership level has been crossed, the index fund can be certain that Algeta will be excluded from the OSEBX index.

The Offeror has assessed an alternative solution involving that the index fund(s) grant a call option to the Offeror, where under the Offeror receives a right to purchase the index funds' shares in Algeta on the same terms and conditions as set out in the Offer. The option can only be exercised if the Offeror will be owner of more than 90% of the Algeta shares following the Offer, including the shares covered by the call option. In a scenario where the Offeror does not reach a level of 90% ownership interest by way of acceptances under the Offer, but such level can be reached by exercising the option, the Offeror will then be able to exercise the option following the end of the acceptance period. The Offeror will not pay consideration to the index fund for receiving the option and will not commit to exercising the option.

It is the Offeror's view that the call option structure as described above does not disqualify the Offeror from being able to comply with the conditions for compulsory acquisition of the remaining shares without having to launch a mandatory bid, c.f. the Securities Trading Act section 6-22 (3). The 90% threshold is still being crossed "after making a [...] voluntary bid", cf. the Securities Trading Act section 6-22 (1) and (3). The squeeze out will be initiated within four weeks of the completion of the Offer.

The Offeror is also of the understanding that receipt of the call option cannot be considered a breach of the requirement to treat shareholders equally when making a voluntary offer, c.f. the Securities Trading Act section 6-10 (9). As long as the Offeror does not offer consideration and does not grant any rights to the issuer of the option, the mere receipt of the call option does not create any equal treatment issues.

Further to the above it is the Offeror's understanding that the call option should not affect the required bid price in a mandatory offer, c.f. the Securities Trading Act section 6-10 (4) first sentence. The Offeror will not commit to exercise the option and does not grant any rights to the issuer of the option. The index fund will not receive settlement earlier than the shareholders accepting in the Offer. Accordingly the granting of the call option by the index fund cannot be considered to represent additional value for the index fund that would affect the required bid price in a mandatory offer.

For the sake of good order the Offeror would like confirmation from the OSE with regard to the above.

E-post fra Oslo Børs 05.02.2014:

Further to you e-mail regarding potential grant of option by shareholder in Algeta to the offeror, whereby the offeror is granted a right to purchase shares in Algeta on the same terms and conditions as per the existing voluntary offer, as further described in your e-mail. However, the offeror can only exercise option if it will, following the completion of the voluntary offer and exercise of the option, become the owner of more than 90% of the shares in Algeta.

#### *Equal treatment*

Pursuant to the Securities Trading Act section 6-10 (9) the offeror shall afford shareholders equivalent treatment when making the offer. We are of the view that neither the receipt of the

option nor the exercise of the option will be in breach of the equal treatment rule – the option is an offer made by the shareholder and should the option be exercised the shareholder does not receive any benefits not provided to shareholders that have accepted the voluntary offer.

#### *Offer price mandatory offer*

Pursuant to the Securities Trading Act section 6-10 (4) first sentence the offeror must, in a subsequent mandatory offer following completion of the voluntary offer, offer a minimum offer price equal to the highest price paid for Algeta shares during the last six months. We are of the view that should the offeror purchase Algeta shares pursuant to the option this will not impact the minimum offer price of a subsequent mandatory offer – the shareholder that have sold shares pursuant to the option receives the same consideration as those shareholders that have accepted the voluntary offer and does not receive any other benefits relevant for assessing the minimum offer price.

#### *Compulsory acquisition without mandatory offer*

Pursuant to the Securities Trading Act section 6-22 the offeror may, after completion of the voluntary offer, effect a compulsory acquisition of the remaining shares in Algeta upon holding more than 90 % of the shares without having to first launch a mandatory offer, provided certain conditions are fulfilled. We are of the view that should the offeror pass the 90 % threshold through shares purchased under the offer and the option offeror may initiate such compulsory acquisition – in this case the shares purchased under the option are purchased at the same time and in connection with the voluntary offer.

#### *Index adjustment*

Further, we mention for the sake good order that pursuant to the documentation for the Oslo Børs indices, including OBX and OSEBX, (Index Methodology dated: October 22, 2013) there are provisions for adjusting the indices, such as removing a share from the indices, in connection with a take-over, cf. section 4.8.

An company subject to a take-over will be deleted from the relevant index on the day the offeror controls at least 90% of the shares. However, it is possible to effect changes to the index earlier if the relevant the share is deemed unsuitable for index purposes.

Should an offeror pursuant to a take-over offer purchase less than 90 %, such as following a waiver of the condition regarding acceptance ratio, immediate adjustments to the indices will be considered.

Also, should the voluntary offer have a significantly impact on the liquidity of the Algeta share it will be an alternative to consider to exclude the share from the relevant indices also during the acceptance period of the offer. Such adjustment to the indices prior to expiry of the acceptance period was done in relation to the Tandberg take-over in 2009.

However, such adjustments, prior to 90 % control by the offeror, are done on a case by case basis, following discussions with participants from the market, based on assessment of index suitability.

We will during the acceptance period communicate with market participants that have an interest in the composition of the OBX and OSEBX indices.

We did issue an index notice to market participants on 20 January regarding the Algeta take-over offer, specifically addressing adjustments due to low liquidity (INDEX NOTICE 14-02 Offer ALGETA)

## 5.4 Dispensasjon fra tilbudsplikt

### 5.4.1 Dispensasjon fra tilbudsplikt ved fusjon - I.M. Skaugen SE (brev av 29.01.2014)

#### 1 Innledning

Det vises til brev av 21. januar 2014 fra Eikland AS der det søkes om dispensasjon fra tilbudsplikt i I.M. Skaugen SE ("IMS") jf. verdipapirhandelloven ("vphl.") § 6-2 (3), samt e-mail med ytterligere informasjon mottatt 27. januar.

I forbindelse med omorganisering av Skaugen-familiens eierskap i IMS er det gjennomført fusjon mellom Eikland AS («Eikland») og Bygdøy Allé 53 AS ("BA53"). BA53 er 100 % eid av Eikland og eier 35,98 % av aksjene i IMS. IMS er notert på Oslo Børs. Fusjonen er gjennomført etter reglene for mor-datter fusjoner.

Skaugen-familien eier indirekte samtlige aksjer i Eikland. Oppgitt eierstruktur for Skaugen-familiens eierskap i IMS før fusjonen er inntatt i vedlegg 1.

Fusjonen utløser tilbudsplikt ved at Eikland erverver aksjer i IMS. Det søkes om dispensasjon under henvisning til at fusjonen skjer med morselskap, som eier alle aksjene, som igjen er eid av de samme aksjonærene før og etter fusjonen. Det skjer således ingen endring av kontrollen over aksjeposten på 35,98 % i IMS. Oppgitt eierstruktur for Skaugen-familiens eierskap i IMS etter fusjonen er inntatt i vedlegg 2.

Det er opplyst at det ikke foreligger bestemmelser i vedtektene i noen av de involverte selskapene som innebærer stemmerettsbegrensninger eller utvidet stemmerett som medfører at stemmene avviker fra eierskapet. Selskapene Skips Fasan AS og Catris AS har forskjellige aksjeklasser, bla aksjer med og uten stemmerett.

Det er videre opplyst at det er vedtatt to andre mor-datter fusjoner som gjelder selskaper som igjen eier aksjer i Eikland. Trekløver AS er vil bli fusjonert inn i Skips Fasan AS og AS MCA er planlagt fusjonert inn i Monis AS

#### *Nærmere om fusjonen mellom Eikland og BA53 – erverv av aksjer i notert selskap*

Eikland eide alle aksjene i BA53. Fusjonen er derfor gjennomført som en forenkelt mor-datter-fusjon, med Eikland som det overtakende selskap.

Tilbudsplikt for Eikland utløses, gjennom fusjonen, etter vphl. § 6-1 sjettede ledd, ved at Eikland blir eier av 35,98 % av aksjene og stemmene i det noterte selskapet IMS.

Dersom Eikland hadde fusjonert med BA53 som det overtakende selskap ville ikke tilbudsplikt bli utløst.

#### 2 Dispensasjon fra tilbudsplikt

Etter vphl. § 6-1 (6) utløses tilbudsplikt ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med etter vphl. § 6-5 når "erververen alene eller sammen med en eller flere av de nærstående passerer tilbudspliktgrensen som følge av erverv". Oslo Børs, i egenskap av tilbudsmyndighet, kan i særlige tilfeller gjøre unntak fra tilbudsplikt ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med etter vphl. § 6-5, jf. § 6-1 (6), jf. vphl. § 6-2 (3). I forarbeidene, NOU 2005: 17 og Ot.prp. nr. 34 (2006-2007), er

det om dispensasjonsvurderingen uttalt at det skal legges vekt på om overdragelsen utgjør et kontrollskifte, eller kan utgjøre et ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte.

Fusjonen mellom Eikland og BA53 skjer mellom morselskap og heleid datterselskap og innebærer derfor ikke et kontrollskifte eller fremstår ikke å være ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte.

Oslo Børs mener at det foreligger slike særlige grunner at det kan gis dispensasjon fra tilbudsplikten etter vphl. § 6-2 (3) for ervervet gjennom fusjonen.

Oslo Børs vil poengtere at lovens system bygger på at denne type dispensasjoner skal innhentes før tilbudsplikt er utløst. Når en aksjonær utløser tilbudsplikt etableres visse umiddelbare plikter og rettigheter. Dersom en aksjonær utløser tilbudsplikt for deretter å søke om dispensasjon kan det oppstå uheldige situasjoner i forhold til hvilken informasjon markedsaktører baserer sine investeringsbeslutninger på. I dette tilfelle er det ikke observert slike skadevirkninger. Regelen om tilbudsplikt og muligheten for dispensasjon bør være kjent for Eikland. Det ble i 2012 innvilget dispensasjon fra tilbudsplikt for fusjoner i konsernet som involverte de samme selskapene. Oslo Børs er av den oppfatning at det er anledning for tilbudsmyndigheten til å innvilge dispensasjon etter vphl. § 6-2 (3) også etter at tilbudsplikt er utløst.

### 3 Vedtak

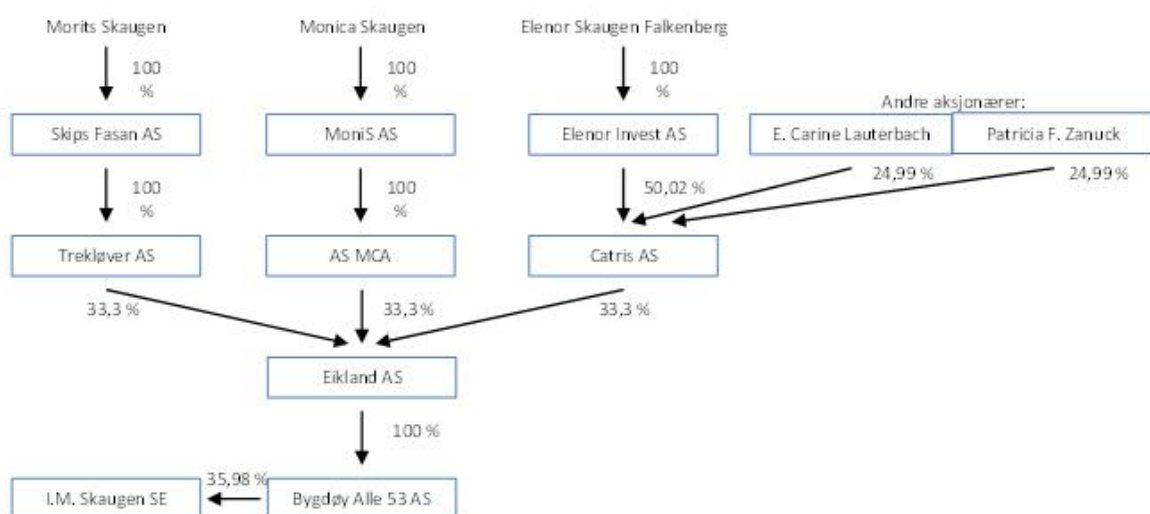
Oslo Børs, i egenskap av tilbudsmyndighet, har på denne bakgrunn fattet følgende vedtak:

Det gis, etter vphl. § 6-2 (3), dispensasjon fra tilbudsplikt, til erverv av aksjer i I.M. Skaugen SE, for Eikland AS gjennom fusjon med Bygdøy Allé 53 AS

Eikland AS skal sørge for at det ved alminnelig børsmelding offentliggjøres at Oslo Børs, i egenskap av tilbudsmyndighet, har vedtatt å gi dispensasjon etter vphl. § 6-2 (3) for ervervet.

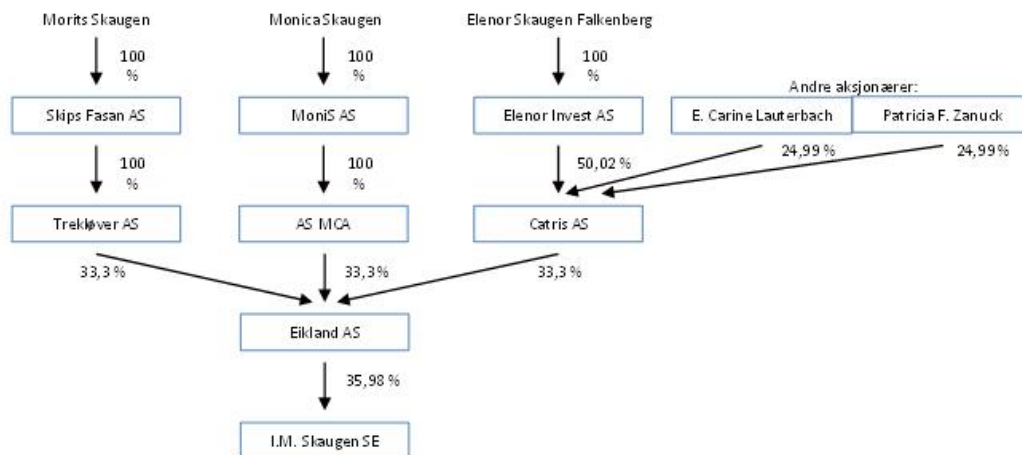
Vi gjør for ordens skyld oppmerksom på at vedtaket kan påklages av andre med rettslig klageinteresse.

#### Vedlegg 1: Eierstruktur I.M. Skaugen SE før fusjonen





## Vedlegg 2: Eierstruktur I.M. Skaugen SE etter fusjonen



### 5.4.2 Dispensasjon fra tilbudsplikt ved fisjon - Hexagon Composites ASA (brev av 17.09.2014)

#### 1 Innledning

Det vises til brev datert 6. august 2014 og brev datert 8. september 2014 med oppdatert og utfyllende informasjon samt etterfølgende korrespondanse.

Flakk Holding I AS ("Flakk Holding I") (nystiftelse) søker om dispensasjon fra tilbudsplikt ved erverv av aksjer i Hexagon Composites ASA ("Hexagon") fra Flakk Holding AS ("Flakk Holding"), jf. verdipapirhandelloven ("vphl") § 6-2 tredje ledd.

Det anmodes samtidig, for det tilfelle at dispensasjon innvilges, om Oslo Børs' forståelse av reglene om etterfølgende erverv og gjentatt tilbudsplikt i forbindelse med slikt vedtak.

#### 2 Faktiske forhold

På bakgrunn av det opplyste legger børsen til grunn følgende:

Flakk Holding eier 39 115 988 aksjer i Hexagon, tilsvarende 29,35 % av aksjene i Hexagon. Knut Flakk eier 98,7 % av aksjene i Flakk Holding. De resterende 1,3 % av aksjene i Flakk Holding eies av Nødingen AS ("Nødingen"). Nødingen eier 3,6 % av aksjene i Hexagon. Nødingen er eiet 52 % av Knut Flakk, 24 % av Maria Lilly Flakk og 24 % av Erika June Flakk.

Flakk Invest AS ("Flakk Invest") eier 1 000 000 aksjer i Hexagon, tilsvarende 0,75 % av aksjene i Hexagon. Flakk Invest er eiet av Flakk Holding med 97,1 % og Egil Flakk med 2,9 %. I tillegg eier Knut Flakk personlig 0,1 % og Line K. Flakk (Knut Flakks ektefelle) 0,51 % av aksjene i Hexagon.

Overordnet vurderes det en omstrukturering av selskaper som har betydning for eierskapet i Hexagon. Samtlige av Flakk Holdings eiendeler og forpliktelser skal overføres til og fordeles på de nystiftede selskapene Flakk Gruppen AS ("Flakk Gruppen"), Flakk Industri AS ("Flakk Industri") og Flakk Holding I. Flakk Gruppen vil eies med 98,7 % av Knut Flakk og 1,3 % av Nødingen (slik Flakk Holding gjør i dag). Flakk Gruppen vil som et holdingselskap eie 100 % i selskapene Flakk Industri og Flakk Holding I. Samtlige eide aksjer i Hexagon vil overføres til Flakk Holding I.

Flakk Holding planlegger å gjennomføre en fisjon, der samtlige av Flakk Holdings aksjer i Hexagon (29,35 %) fisjonerer ut av Flakk Holding og inn i Flakk Holding I. Fisjonen av Flakk Holding I vil gjennomføres etter reglene i aksjelovens kap. 14. Flakk Holding I nystiftes ved fisjonen, og det utstedes vederlagsaksjer i form av aksjer i Flakk Gruppen til Flakk Holdings aksjeeiere Knut Flakk og Nødingen som fisjonsvederlag etter aksjelovens regler. Ved registreringen av fisjonen vil selskapet Flakk Holding slettes. Det faktum at Flakk Holding skal slettes etter fisjonen, innebærer at også Flakk Holdings aksjer i Flakk Invest (97,1 %) vil overføres til Flakk Holding I. Flakk Invest eier per i dag 0,75 % av aksjene i Hexagon.

Det er opplyst at fisjonen er planlagt ut fra at det foreligger forretningsmessige grunner til å foreta en deling av Flakk Holding. En deling av selskapet vil styrke muligheten for bedre forvaltning av gruppens eiendeler og sikre mulighetene for videre vekst og utvikling, samt effektivisere styringen og gjøre det enklere å administrere virksomheten. Det anses også risikomessig som gunstig at aksjeposten i Hexagon, som har hatt en verdimeslig svært god utvikling de senere år, holdes adskilt fra en del andre aksjeposter som i dag også eies av Flakk Holding.

Etter gjennomføringen av fisjonen vil Flakk Holding I eie samtlige av Flakk Holdings aksjer i Hexagon (29,35 %), samt 97,1 % av aksjene i Flakk Invest som igjen eier aksjer i Hexagon (0,75 %). Flakk Gruppen vil eies av Knut Flakk med 98,7 % og Nødingen med 1,3 %. Flakk Gruppen vil etter fisjonen altså eies av samme eiere med samme eierbrøk som Flakk Holding har hatt, og Flakk Holding I vil igjen eies 100 % av Flakk Gruppen. Oppgitt eierstruktur før og etter fisjonen (de personlige eide aksjer er ikke tatt inn) er inntatt i henholdsvis vedlegg 1 og 2.

### 3 Vurdering av dispensasjon

Utgangspunktet for tilbudsplikt følger av vphl § 6-1 første ledd: *"Den som gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer mer enn 1/3 av stemmene i et norsk selskap hvis aksjer er notert på norsk regulert marked (notert selskap), plikter å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet."* Flakk Holding eier 29,35 % av aksjene i Hexagon, som vil overføres til Flakk Holding I ved fisjonen. Utgangspunktet er dermed at det ikke utløses tilbudsplikt ved fisjonen.

Bakgrunnen for at tilbudsplikt imidlertid oppstår er som følge av konsolidering etter vphl § 6-5 første ledd som lyder: *"I forhold til reglene om tilbudsplikt regnes like med en aksjeeiers egne aksjer, aksjer som eies eller erverves av nærstående som nevnt i § 2-5. Tilbudsplikt inntreer uavhengig av om ervervet foretas av aksjeeieren selv eller av aksjeeierens nærstående som nevnt i § 2-5. Som nærstående regnes etter vphl. § 2-5 nr. 3 "selskap i samme konsern som vedkommende". Hvilke selskaper som er i samme konsern vurderes etter definisjonen av konsern i aksjelovene hvor det avgjørende er om det foreligger bestemmende innflytelse over det aktuelle selskapet. Videre regnes som nærstående etter vphl. § 2-5 nr. 4 også "selskap hvor vedkommende selv eller noen som er nevnt i nr. 1, 2 eller 5, har slik innflytelse som nevnt i aksjeloven § 1-3 annet ledd, allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd eller selskapsloven § 1-2 annet ledd"*. Dette innebærer at Flakk Invests eierandel på 0,75 %, Nødingens eierandel på 3,6 %, Knut Flakks eierandel på 0,1 % og Line K. Flakks (Knut Flakks ektefelle) eierandel på 0,51 %, av aksjene i Hexagon, vil måtte konsolideres inn i forhold til spørsmålet om tilbudsplikt. Dermed overstiges grensen for tilbudsplikt på 1/3 av stemmene i et notert selskap på konsolidert basis etter vphl § 6-1 første ledd, jf. § 6-5 første ledd.

Børsen kan i *"særlige tilfelle"* gi dispensasjon fra tilbudsplikt ved overføringer innen konsolidert gruppe, jf. vphl. § 6-2 tredje ledd. Lovgivers formål med unntakshjemmelen fremgår av NOU 2005:17 side 26-27, jf. Ot prp. nr. 34 (2006-2007) side 368, der det heter at tilbudspliktreglene ikke bør forhindre hensiktsmessig restrukturering av selskaper. Det fremheves samtidig at unntaksreglene ikke må innebære en uthuling av tilbudsplikten. Unntaksbestemmelsen i vphl. § 6-2 tredje ledd kodifiserer børsens tolkningspraksis etter tidligere lov som har unntatt overdragelser innenfor

konsern mellom heleide selskaper. Etter forarbeidene vil skjønnsstemaet være om overdragelsen utgjør et kontrollskifte, eller kan utgjøre et ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte.

Børsen viser til at transaksjonen skjer i form av en fisjon der Flakk Holdings aksjer i Hexagon overføres fra Flakk Holding til nystiftede Flakk Holding I og at 97,1 % av aksjene i Flakk Invest, som igjen eier aksjer i Hexagon (0,75 %), overføres til Flakk Holding I.

Det forhold at Flakk Holding I vil erverve 97,1 % av aksjene i Flakk Invest vil innebære et indirekte erverve av aksjer i Hexagon (0,75 %). Det er opplyst at Flakk Invests vesentligste virksomhet ikke består i å eie aksjer i Hexagon. Basert på 2013-balansen for Flakk Invest, utgjør aksjeposten i Hexagon kun omtrent NOK 30 millioner basert på dagens aksjekurs i Hexagon, av totalt NOK 185 millioner. Flakk Holding I sitt erverv av 97,1 % av aksjene i Flakk Invest vil dermed falle utenfor vphl § 6-1 annet ledd nr. 1 om at erverv i tilknytning til tilbudsplikt også vil omfatte "aksjer som representerer mer enn 50 prosent av stemmene i et selskap hvis vesentligste virksomhet består i å eie aksjer i et selskap som nevnt i første ledd". Denne delen av transaksjonen utløser derfor i seg selv ikke tilbudsplikt for Flakk Holding I, men vil ha betydning for forhold vedrørende konsolidering.

I den forelagte sak innehas den bestemende innflytelse i nystiftede Flakk Gruppen av en fysisk person, Knut Flakk, som igjen eier 100 % av nystiftede Flakk Holding I. Videre eier Knut Flakk ikke alle aksjene i Flakk Gruppen, men 98,7 %. Oslo Børs har tidligere vurdert tilbudsplikt etter verdipapirhandelloven av 1997 i forhold til overføringer mellom selskaper med likt eierskap, jf. Vedtak og uttalelser 2005 s. 83: *"Børsen kan ikke se reelle grunner til at adgangen til å overføre mellom "søsterselskaper" uten å utløse tilbudsplikt skal være større der disse eies av en juridisk person enn der de eies av en fysisk person. Børsen kan heller ikke se at en overføring fra et selskap til et annet med identisk eiersammensetning representerer noe kontrollskifte eller en omgåelsesmulighet som skulle begrunne utløsning av tilbudsplikt."*

Det er opplyst til Børsen at transaksjonen ikke vil innebære noen endringer i Knut Flakks innflytelse i Hexagon. Børsen har blitt opplyst at Flakk Gruppen og Flakk Holding I etter fisjonen vil være eid av de samme aksjeeiere og med samme eierfordeling dem i mellom, samt at det ikke er aksjeklasser eller avtaler som medfører at reell kontroll over disse selskapene er annerledes enn eierfordelingen tilsier. Børsen har fått opplyst at det per i dag ikke er noen planer om nye transaksjoner relatert til Flakk Gruppen eller Flakk Holding I som vil medføre et kontrollskifte i selskapene.

Oslo Børs er på bakgrunn av ovennevnte av den oppfatning at fisjonen derfor ikke innebærer kontrollskifte eller å være ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte.

Oslo Børs mener at det foreligger slike særlige grunner at det kan gis dispensasjon fra tilbudsplikten etter vphl. § 6-2 tredje ledd for ervervet gjennom fisjonen.

#### 4 Spørsmål om etterfølgende tilbudsplikt

Søker har anmodet om Oslo Børs' forståelse av reglene om etterfølgende erverv og gjentatt tilbudsplikt i forbindelse med slikt vedtak om dispensasjon fra tilbudsplikt.

Ved overføring av aksjeposter i medhold av dispensasjon fra tilbudsplikt, blir spørsmålet om tidligere etablerte unntak fra gjentatt tilbudsplikt og etterfølgende tilbudsplikt på avhenders hånd har betydning for erververs utløsning av tilbudsplikt ved senere erverv.

Reglene for etterfølgende tilbudsplikt følger av vphl 6-6 som etter første ledd innebærer utgangspunktet om at aksjeeier som eier aksjer som representerer mer enn 1/3 av stemmene i et

notert selskap, kan erverve aksjer opp til tilbudspliktgrensen på 40 % uten å utløse tilbudsplikt. Bestemmelsen annet ledd innebærer imidlertid at *"aksjeeier som har passert tilbudspliktgrense som nevnt i § 6-1 eller § 6-6 første ledd på en måte som ikke utløser tilbudsplikt, og derfor ikke har fremsatt pliktig tilbud, plikter ved ethvert etterfølgende erverv som øker stemmeandelen, å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet"*.

Flakk Holding utløste tilbudsplikt i 2008 og fremmet da et pliktig tilbud på alle aksjer i Hexagon. Selskapet inngikk da i en konsolidert gruppe.

Aksjonær som, alene eller på konsolidert grunnlag, tidligere har gitt pliktig tilbud vil ikke omfattes av regelen i vphl § 6-6 andre ledd som utløser tilbudsplikt for ethvert etterfølgende erverv. Tilbudsplikt utløses først ved terskelen for gjentatt tilbudsplikt ved 40 %.

Flakk Holding I, som får Hexagon aksjene overført til seg gjennom fisjonen, er et nystiftet selskap som ikke tidligere har gitt noe pliktig tilbud. Oslo Børs har tidligere vurdert tilbudsplikt for etterfølgende erverv for konsolidert gruppe, jf. Vedtak og uttalelser 2011 s. 176:

*"Oslo Børs er av den oppfatning at reglene om etterfølgende erverv, jf. vphl. § 6-6 (2) skal forstås slik at et erverv etter dispensasjon etter vphl § 6-2 (3) i seg selv ikke anses som passering av tilbudspliktgrense på en måte som ikke utløser tilbudsplikt. Regelen om dispensasjonsadgang bygger på et prinsipp om fravær av kontrollskifte ved at kontrollen videreføres hos et annet medlem i den konsoliderte gruppen. Reelt sett fremstår bare overdragelsen som en annen organisering av eierskapet til de noterte aksjene."*

Videre: *"...Dispensasjonsadgangen bygger på et kontinuitetsprinsipp. Beskyttelsen av minoritetsaksjonærene som ligger i reglene om etterfølgende tilbudsplikt vil bli betydelig redusert dersom en konsolidert gruppe som var i posisjon til å utløse etterfølgende tilbudsplikt kan foreta overdragelse til en av partene i gruppen med den virkning at denne senere kan erverve ytterligere aksjer uten å utløse tilbudsplikt. Oslo Børs er derfor av den oppfatning at ved en overdragelse i medhold av dispensasjon videreføres den konsoliderte gruppens stilling i forhold til utløsning av tilbudsplikt ved senere erverv av ytterligere aksjer."*

Konsekvensen av det ovennevnte kontinuitetsprinsipp på denne saken vil være at Flakk Holding I etter fisjonen med hensyn til tilbudspliktreglene vil stå i samme stilling som Flakk Holding før fisjonen. Flakk Holding I overtar med dette den posisjonen Flakk Holding har i dag, herunder virkningen av det pliktige tilbudet som Flakk Holding fremsatte i 2008. Det innebærer også videreføring av den konsoliderte gruppens, som Flakk Holding i dag inngår i, stilling forhold til utløsning av tilbudsplikt ved senere erverv av ytterligere aksjer.

Som nevnt overfor inngikk Flakk Gruppen i en konsolidert gruppe ved fremsettelsen av det pliktige tilbudet i 2008. Et eventuelt fritak fra etterfølgende tilbudsplikt må vurderes med utgangspunkt i denne konsoliderte gruppen. Det bemerkes at Børsen ikke har gjennomgått de transaksjoner som er gjennomført og eierposisjoner som har oppstått i perioden etter det pliktige tilbudet i 2008.

Børsens vurdering av forholdet til etterfølgende tilbudsplikt er ikke omfattet av dispensasjonsmyndigheten, men utgjør kun en uttalelse om lovtolknings spørsmål.

## 5 Vedtak

Oslo Børs, i egenskap av tilbudsmyndighet, har på denne bakgrunn fattet følgende vedtak:

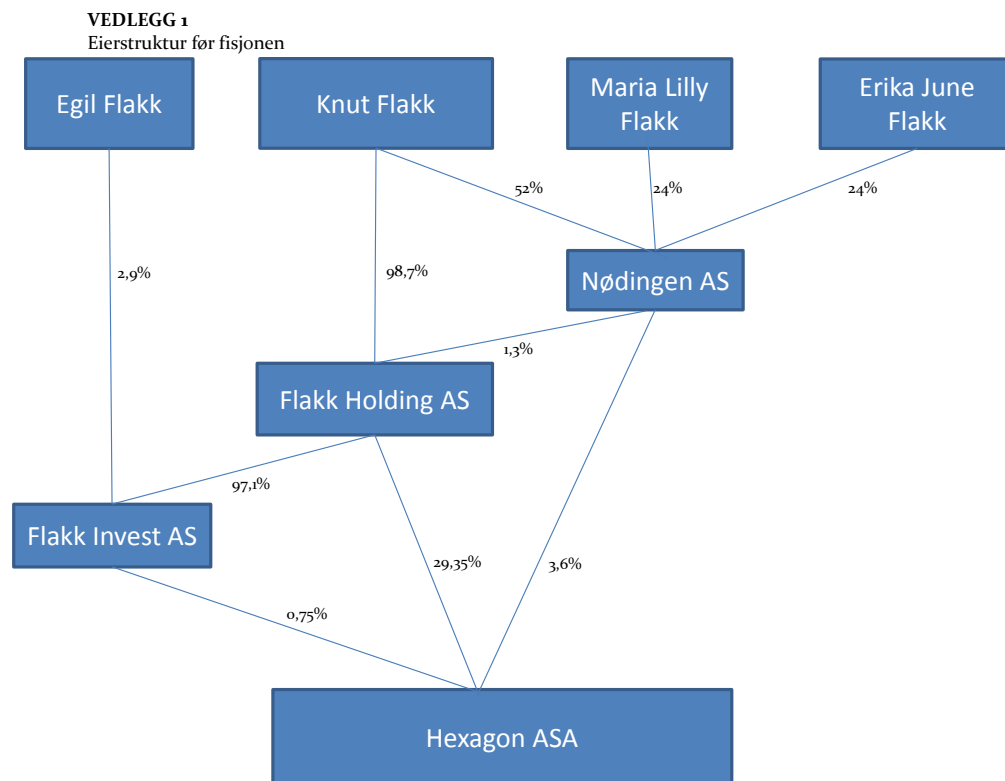
Det gis, etter vphl. § 6-2 tredje ledd, dispensasjon fra tilbudsplikt, til erverv av 39 115 988 aksjer i Hexagon Composites ASA, for Flakk Holding I AS gjennom fisjon fra Flakk Holding AS. Som en del

fisjonen vil også Flakk Holding I AS erverve 97,1 % av aksjene i Flakk Invest AS som igjen eier 1 000 000 aksjer i Hexagon Composites ASA.

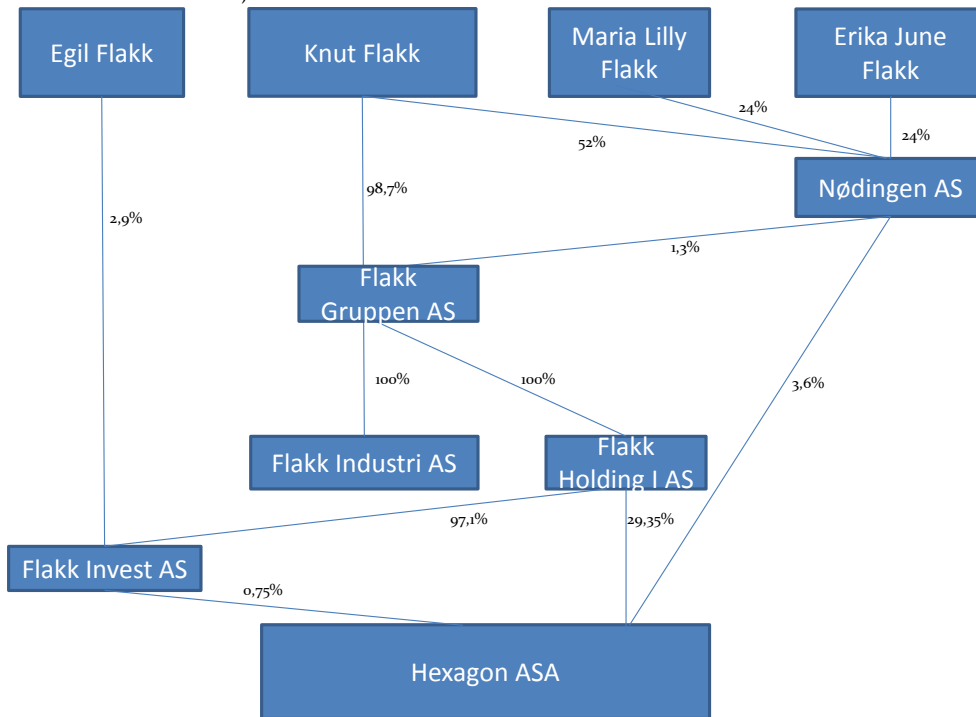
Senest samtidig med at vedtak av fisjonen foreligger skal erververen sørge for at det ved alminnelig børs melding offentliggjøres at Oslo Børs, i egenskap av tilbudsmyndighet, har vedtatt å gi dispensasjon etter vphl. § 6-2 tredje ledd for ervervet. Oslo Børs skal samtidig gis beskjed om offentliggjøringen.

Det bes om tilbakemelding til børsen dersom nevnte reorganisering ikke gjennomføres.

Vi gjør for ordens skyld oppmerksom på at vedtaket kan påklages av andre med rettslig klageinteresse.



VEDLEGG 2  
Eierstruktur etter fisjonen



## 6 MEDLEMSKAP, MEDLEMMERS OPPTREDEN, HANDELSREGLER

### 6.1 Nye medlemmer 2014

#### Medlem

---

WEBB Traders B.V

---

Algoengineering Europe Limited

---

RBC Europe Ltd.

---

### 6.2 Medlemsregler/Handelsregler

#### 6.2.1 Manglende rapportering av obligasjonshandler - Swedbank Norge (brev av 28.08.2014)

Viser til telefonsamtale med Swedbank Norge («Swedbank») 21. august 2014 og e-post i sakens anledning samme dag. Saken gjelder manglende rapportering av obligasjonshandler i 5 forskjellige obligasjonslån. Obligasjonene er notert på Nordic ABM.

Swedbank varslet Oslo Børs om den manglende rapporteringen. Grunnen til at handlene ikke var rapportert er sviktende rutiner hos Swedbank ved at de aktuelle transaksjonene ikke var lagt inn i hverken oppgjørssystemet eller rapporteringssystemet mot Oslo Børs.

Handelsreglene for ABM inneholder bestemmelser om rapportering av manuelle handler. ABM Member and Trading Rules («MTR») 3012 angir at alle handler et medlemsforetak er delaktig i skal rapporteres til Oslo Børs med mulighet for utsatt offentliggjøring. I tillegg angir ABM MTR 3020 at slik rapportering skal skje innen 5 minutter.

Swedbank har i det aktuelle tilfellet unnlatt å rapportere 6 handler til et volum av 124,5 millioner kroner rettidig. De aktuelle handlene var gjort 19. august, men ble først rapportert to dager senere.

Rapportering av handler skal sikre gjennomlysningen i markedet på utførte avtaler. Gjennomlysningen skal legge til rette for at de aktuelle verdipapirene prises riktig og at investorene får et tilstrekkelig godt grunnlag for å vite hvilken pris man kan kjøpe og selge verdipapirer til. I tillegg er det en mulighet for investor til å kontrollere at de handler han er delaktig i er gjennomført på markedsmessige betingelser. For noterte obligasjonslån skal rapporteringsreglene også forebygge markedsmissbruk, ettersom transaksjoner blir offentlig og dermed kan vurderes av myndigheter, markedsaktører og allmennheten.

Oslo Børs skal overvåke transaksjoner med sikte på å avdekke brudd på relevante regler. Manglende rapportering av handler vil generelt vanskeliggjøre mulighetene for effektivt å overvåke markedet.

Det er konstatert at ABM reglene er brutt og Oslo Børs kan sanksjonere etter ABM MTR C101. Swedbank ble også i april 2013 kritisert for manglende rapportering av obligasjonshandler, men da i et mye større omfang enn i denne saken. På bakgrunn av at meglerforetaket oppdaget feilen selv og ga beskjed om den manglende rapporteringen, avslutter vi også denne saken med et kritikkbrev.

Vi ber Swedbank gjennomgå sine rutiner for å påse at lignende brudd ikke forekommer i fremtiden.

Vi vil ikke offentliggjøre brevet, men det kan inngå i børsens «Vedtak og uttalelser» som veiledning til andre markedsaktører.

## 6.2.2 Reporting of manual trades – Danske Bank (brev av 08.10.2014)

Reference is made to the correspondence, lastly on 9 September 2014, regarding reporting of manual trades in the OBUL-segment of Oslo Børs, currently used for covered bonds.

Oslo Børs was notified by Danske Bank on 19 August 2014 regarding failure to report manual trades. The reason for the failure was the implementation of a new segment in the bond market for instruments traded by indicative prices and manual trade reports. This segment was implemented with the new release of the trading system Millennium on 16 June 2014.

Danske Bank had prior to the release implemented an automated reporting system to ensure compliance with the reporting rules in the bonds market. Danske Bank had previously in April 2013 received a letter of criticism for failure to report manual bond trades. When the new release of the trading system was implemented and the new segment was launched, Danske Banks reporting system did not recognize the reporting in the new segment. This resulted in a failure to report all trades done in the segment from 16 June until reporting was restored 20 August. This resulted in 43 trades for a total consideration of NOK 2 billion being reported late. The reports were effected on 20 August and an announcement was issued to the market with the correct trade and settlement dates. Oslo Børs received some questions from market participants regarding the number of old trades being reported that day.

### Legal basis

The reporting obligation is stated in the Member and Trading Rules for Oslo Børs and the Stock Exchange Regulations.

#### Stock Exchange Regulations section 17 (2):

(1) A regulated market shall issue further rules on the publication of information on orders, trades etc. in shares in accordance with the provisions of Chapter 15 of Regulation No. 876 of 29 June 2007 issued pursuant to the Securities Trading Act (the Securities Trading Regulations).

(2) A regulated market shall also issue further rules on the publication of information on orders, trades etc. in respect of financial instruments other than shares that are admitted to listing on the regulated market.

#### MTR 3000

*“A trade is on Exchange if one or both of the parties to the trade is a member firm (whether as agent or as principal) and the trade is effected:*

*3000.1 (...)*

*3000.2 in any instrument which is not an equity”*

#### MTR 3010

*“A trade report shall be submitted to the Exchange in respect of every on Exchange trade to which a member firm is a party in accordance with the trade reporting responsibility Rule 3012.*

*Guidance to Rule:*



*Every on Exchange trade must have a trade report, whether it is to be published or not, with each trade representing a distinct market contract that will have the protection of the Exchange's Rules, including settlement.*

(...)

*For trading in fixed interest securities, the absence of a trade report implies a breach of the Exchange's trade reporting responsibility rules. (our underlining)*

*On Exchange principal crosses, where there are two distinct contracts, require two distinct trade reports if both legs are to be brought on Exchange.*

*On Exchange agency crosses, where there is only one contract, require a single trade report. For the purposes of this rule, a trade is considered concluded or executed as soon as:*

*a) the terms of the trade with regard to the price and volume are agreed between the buyer and the seller; or*

*b) where a trade includes multiple legs and where an agreement on the terms of each of the legs is a pre-condition to the completion of the trade, the trade is completed when all the legs have been put in place and agreed"*

#### MTR 3020

*Where a trade is executed during the trading day, a trade report shall be submitted to the trading system as close to real time as possible to, and in any case for equities within 3 minutes of, execution and for fixed interest securities, except repo-transactions and odd-lot trades, within 5 minutes of execution. Repo-transactions and odd-lot trades in fixed interest securities shall be reported within expiry of the trading day.*

Guidance to Rule:

*Member firms should ensure that trade reports are submitted to the Exchange as close to instantaneously as technically possible.*

*The trading system will instantaneously publish a trade report unless deferred publication is requested via the trade type indicator (and the trade is large enough to qualify for delay), see also Rule 3034.*

#### MTR 3032

*"For fixed interest securities, a member firm may elect to use the deferred publication facility for all manual trades.*

Guidance to Rule:

*A member firm may elect to delay the publication of a fixed interest securities trade by submitting a trade report with the relevant trade type."*

Sanctions available to Oslo Børs

#### MTR Chapter 6

*“Where the Exchange believes there has been a breach of these rules by a member firm, or employees or directors of the member firm, the Marketplace may commence disciplinary action against such member firm, employees or officers in accordance with the provisions set out below. There are a number of factors which the Marketplace takes into account when considering what disciplinary action to take in relation to a rule breach.*

*The seriousness, size and nature of the rule breach*

- *How the rule breach came to light*
- *The actual or potential market impact of the rule breach, and any other repercussions*
- *The extent to which the rule breach was deliberate or reckless*
- *The general compliance history of the member firm, and specific history regarding the rule breach in question*
- *Consistent and fair application of the rules (any precedents of previous similar rule breaches)*
- *The responsiveness and conduct of the member firm in relation to the matter under investigation.”*

#### MTR C100

*“The Exchange’s approach to regulation is aimed at maintaining the integrity, orderliness, transparency and good reputation of its markets and changing member firms’ behaviour in those markets where necessary. The Exchange will investigate the facts of each case, seeking to understand why the rule breach occurred and will assess whether any remedial action the member firm has taken is adequate to prevent similar future occurrence.*

*Where a member firm breaches the provisions of the Exchange Act or the Exchange Regulations, these Rules, business terms and conditions or good business practices, or otherwise demonstrates unsuitability to be a member firm, the Exchange may:*

*(i) Issue a warning to the member firm;*

*(ii) Suspend the member firm from participation in trading;*

*(iii) Terminate the membership or withdraw the right to participate in trading, provided that the breach is material.”*

#### MTR C101

*“Where a member firm breaches the provisions of the Exchange Act or the Exchange Regulations, or materially breaches these Rules or business terms and conditions, the Exchange may resolve to impose a violation charge, payable to the Exchange.”*

#### MTR C104

*“A member firm may appeal against decisions of the Exchange as set out in Rule C100, C101 and C102. A decision involving a warning of the member firm may however not be appealed. Appeals must be made and will be handled in accordance with Chapter 8 of the Exchange Regulations.”*

The Exchange has an obligation to continuously survey the member's compliance of exchange rules cf. Stock Exchange Act section 27.

Reporting of manual trades shall ensure transparency for market participants on negotiated trades. Transparency shall ensure that the financial instruments are correctly priced and that investors have a good basis for correct pricing. In addition investors have the possibility to verify that trades they have conducted are done at market terms. For listed bond instruments the reporting rules also prevents market abuse since transactions are public and can be evaluated by authorities, market participants and the public in general.

When a member fails to comply with its duties, even though due to a technical issue, none of the above mentioned considerations are satisfied. When the failure is of a severe nature, as in this case with 43 trades and a consideration of NOK 2 billion, the harm to the market's integrity is severe.

The bond market is not traded on exchange which means that the market prices are negotiated and set within the member firms, and prices are given to investors from the same firms. This illustrates that the customers are at the firm's mercy and when unable to verify their trades as they are not reported, this further disadvantages them. Therefore the failure to report in this case is a serious breach of the rules and limits the already limited transparency in the market.

The reporting obligation is one of the fundamental obligations that member firms have towards the exchange. This means that even technical issues should be detected immediately so that compliance is upheld and the market is not harmed.

After a complete assessment there is reason to use a lesser sanction than normally would be applied. The grounds for this is that Danske Bank had improved their reporting since the last letter of criticism. This was verified by the exchange controlling members reporting in March 2014. This showed that most members took their reporting obligations very serious, and that the reporting was of high quality.

In addition, Danske Bank notified the exchange of the lack of reporting themselves which shows their commitment to comply with the rules.

In total Oslo Børs will therefore not impose any formal sanction but closes the matter with this letter of criticism. However we expect that Danske Bank has taken the matter very seriously to ensure that similar incidents do not occur in the future.

Oslo Børs will not make this letter public, but it can be part of the publication "Decision and Statements" for guidance to other market participants.

# OSLO BØRS FØRST I VERDEN MED EGNE LISTER FOR GRØNNE OBLIGASJONER

Utstedere som tar et særskilt klimaansvar profileres gjennom egne lister for grønne obligasjoner på Oslo Børs og Nordic ABM.

Les mer om grønne obligasjoner på [oslobors.no](https://oslobors.no)



# Spas tid på utfylling av dokumenter

## Dokumentgenerator

**Fusjon ved opptak**

Utarbeid felles fusjonsplan

- Fusjonsplan mellom OT og OD

Styrets rapport om fusjonen

- Styrets rapport til generalforsamlingen i OD
- Styrets rapport til generalforsamlingen i OT

Styrets redegjørelse med revisors bekreftelse

- Styrets redegjørelse om fusjonsplanen for OD
- Styrets redegjørelse om fusjonsplanen for OT

Styrebehandling

Generer dokumenter

Navn - OT  
Hagen AS

Navn - OD  
Olsen AS

Dato - fusjonsplan  
07.01.2015

Org.nr. - OD  
23728378236

Forretningskommune - OD  
Oslo

Adresse - OD  
Karl Joha

Org.nr. - OT

Forretningskommune - OT

Adresse - OT

Fusjonsplan mellom Hagen AS og Olsen AS

Undertegnet av styrene i Hagen AS og Olsen AS den 07.01.2015 for godkjenning i respektive ekstraordinære generalforsamlinger.

**1. Innledning**  
Fusjonen reguleres av lov av 13. juni 1997 nr 44 om aksjeselskaper (aksjeloven eller asl) kapittel 13.

**1.1. Partsangivelse**

Overdragende selskap: Olsen AS  
org.nr. 23728378236  
forretningskommune: Oslo  
adresse: Karl Joha

Overtakende selskap: Hagen AS  
org.nr. Org.nr. - OT  
forretningskommune: Forretningskommune - OT  
adresse: Adresse - OT

**1.2. Formål med fusjonen**

Velg dokumenter

Fyll ut alle dokumenter i én operasjon

Generer til Word

Mange ulike transaksjonstyper

Alltid oppdatert

Bruk bedriftens egen stilmal

Legg inn egne dokumenter



[www.dib.no/dokumentgenerator](http://www.dib.no/dokumentgenerator)