

# Vedtak og uttalelser 2018



OSLO BØRS

OSLO STOCK EXCHANGE

200

1819 - 2019

JUBILEUM



## FORORD

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

Gjengivelsen her er i noe grad tilpasset offentliggjøring blant annet ved anonymisering og tilpasning av overskrifter. Gjengivelsen vil derfor kunne avvike noe fra den nøyaktige teksten, vedtak eller uttalelser. Noen uttalelser er gitt pr. e-post, eller som referat av andre samtaler og har en mer uformell form. Vi har likevel tatt dem med når de kan ha interesse utover den aktuelle sak.

Vi gjør også oppmerksom på at fotnotene er nummerert fortløpende i dokumentet og gjenspeiler derfor ikke samme nummerering som i originaldokumentene. Oslo Børs gjør oppmerksom på at det kan være enkelte feil og mangler i gjengivelsen.

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

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

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

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

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

Oslo Børs, 23.01.2019

Øivind Amundsen

Direktør

Førstehåndsmarkedet og juridiske tjenester

Oslo Børs ASA

## INNHALDSFORTEGNELSE

<b>1</b>	<b>OPPTAK TIL BØRSNOTERING</b>	<b>4</b>
1.1	NYE SELSKAPER I 2018	4
1.2	OPPTAKSPRAKSIS	6
1.2.1	Dispensasjon fra kravet til 3 års virksomhet ved opptak til notering på Oslo Børs.	6
1.2.2	Vedtektsbestemmelser for valg og sammensetning av styret ved opptak på Oslo Børs og Oslo Axess	6
1.2.3	Opptak til handel på Merkur Market – vurdering av om de personer som sitter i selskapets ledelse og styre har opptrådt på en slik måte at det gjør dem uskikket	7
1.2.4	Konvertible lån med tegningsretter ved søknad om opptak til handel på Merkur Market	9
<b>2</b>	<b>STRYKNING/SUSPENSJON</b>	<b>10</b>
2.1	SELSKAPER SOM ER STRØKET FRA NOTERING	10
2.2	STRYKNINGSSAKER	11
2.2.1	EMAS Offshore Limited – Delisting of shares from the Oslo Stock Exchange, 16.02.2018	11
2.2.2	EMAS Offshore Limited – Børsklagenemndens vedtak, 2018	25
2.2.3	Sequa Petroleum N.V. – Violation of the ABM rules – deregistration of bonds from Nordic ABM, 30.10.2018	48
2.2.4	Wentworth Resources Plc – Resolution to delist the shares (in the form of registered beneficial interests (deposit rights)), 14.11.2018	52
<b>3</b>	<b>LØPENDE UTSTEDERREGLER</b>	<b>66</b>
3.1	LIKEBEHANDLING AV AKSJONÆRER	66
3.1.1	Multiconsult ASA – Likebehandling i forbindelse med tilbakekjøp av egne aksjer, 07.03.2018	66
3.1.2	E-post til Petrolia SE – Rettet emisjon i PDR, 12.11.2018	69
3.2	LØPENDE INFORMASJONSPLIKT MV	70
3.2.1	Vedtak om overtredelsesgebyr	70
3.2.1.1	Oceanteam ASA – Violation of disclosure obligations and other issuer rules, 2018	70
3.2.2	Generell veiledning	91
3.2.2.1	NattoPharma ASA – Vedrørende kapitalendring i desember 2017, 09.01.2018	91
3.2.2.2	Element ASA - Plikt til å publisere utvidet melding og informasjonsdokument, samt innsendelse av redegjørelse for fortsatt notering, 31.01.2018	92
3.2.2.3	Raufoss Industripark – Manglende informasjon obligasjonsutsteder, e-post fra Oslo Børs 01.02.2018	99
3.2.2.4	S.D. Standard Drilling Plc - Brev vedrørende rettet emisjon og reparasjonsemisjon, 08.03.2018	100
3.2.2.5	E.Forland AS – Brev vedrørende finansiell restrukturering, 15.03.2018	108
3.2.2.6	Sparebank 1 Nord- Norge – Brev om behandling av regnskapsinformasjon før offentliggjøring, 03.04.2018	111
3.2.2.7	G3 Exploration Ltd., Duty of disclosure for companies with bonds listed on Nordic ABM, 05.04.2018	113
3.2.2.8	Hiddn Solutions ASA – Brev vedrørende fortrinnsretter, 08.05.2018	115
3.2.2.9	Element ASA - Ad. Deling av innsideinformasjon med media før offentliggjøring, 06.06.2018	117
3.2.2.10	Asetek A/S – Letter regarding disclosure of inside information, 27.06.2018	119
3.2.3	Sino Agro Food Inc. - – Violation of disclosure obligations, 02.11.2018	131
<b>4</b>	<b>MEDLEMSFORPLIKTELSER - HANDELSREGLER</b>	<b>164</b>
4.1	GENERELL VEILEDNING	164
4.1.1	Nordea Bank AB (publ), avsluttende brev vedrørende hendelser knyttet til innleggelse av markedsordre i SBANK og AKERBP, 19.03.2018	164
<b>5</b>	<b>OVERTAKELSESTILBUD</b>	<b>175</b>
5.1	KONTROLLERTE TILBUD 2018	175
5.2	PLIKTIG TILBUD	175
5.2.1	Spørsmål om anvendelsesområdet til vphl. § 6-3, e-post av 06.03.2018	175
5.3	DISPENSASJON FRA TILBUDSPLIKT	177
5.3.1	Star Bulk Carriers Corp. – Exemption from the Norwegian rules on takeover bids, 04.07.2018	177
5.3.2	Belships ASA – Vedtak vedrørende tilbudsplikt, 21.12.2018	178

## 1 OPPTAK TIL BØRSNOTERING

### 1.1 Nye selskaper i 2018

Selskaper som har søkt om notering og er vedtatt tatt opp i 2018:

<b>OSLO BØRS</b>	<b>Første noteringsdag</b>
Sparebanken Telemark	03.10.2018
Vistin Pharma ASA <sup>1</sup>	03.10.2018
poLight ASA	01.10.2018
Awilco Drilling Plc <sup>1</sup>	04.09.2018
Seadrill Limited	26.07.2018
Star Bulk Carriers Corp.	16.07.2018
Northern Drilling Ltd. <sup>1</sup>	03.07.2018
Shelf Drilling Ltd.	25.06.2018
Magseis ASA <sup>1</sup>	01.06.2018
MPC Container Ships ASA <sup>1</sup>	03.05.2018
PCI Biotech Holding ASA <sup>1</sup>	27.04.2018
Elkem ASA	22.03.2018
Fjordkraft Holding ASA	21.03.2018
Salmones Camanchaca S.A.	02.02.2018

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

<b>OSLO AXESS</b>	<b>Første noteringsdag</b>
MPC Container Ships ASA <sup>2</sup>	29.01.2018

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

<b>MERKUR MARKET</b>	<b>Første handelsdag</b>
Zenith Energy Ltd	08.11.2018
BRAbank ASA	29.08.2018
ADS Crude Carriers Plc	28.08.2018
Lifecare AS	10.07.2018
Okeanis Eco Tankers Corp.	04.07.2018
Lavo.tv AS	20.06.2018
TargetEveryOne AB	08.06.2018
SoftOx Solutions AS	01.06.2018
Atlantic Sapphire AS	15.05.2018
Surnadal Sparebank	06.04.2018
Golden Energy Offshore Services AS	05.04.2018
River iGaming p.l.c.	23.03.2018
Sunndal Sparebank	15.03.2018

<b>NOTC</b>	<b>Første handelsdag</b>
Castor Maritime Inc	20.12.2018
Otovo AS	14.12.2018
Maritime & Merchant Bank ASA	20.11.2018
Avenir LNG Ltd	14.11.2018
Norpalm <sup>1</sup>	23.10.2018
Fjord Line <sup>1</sup>	23.10.2018
Noram Drilling Company <sup>2</sup>	23.10.2018
Aprilia Bank ASA	19.10.2018
Klaveness Combination Carriers AS	15.10.2018
Net1 International Holdings AS	11.10.2018
Rosenlund <sup>2</sup>	10.10.2018
Lionero AS <sup>2</sup>	10.10.2018
Etrinell AS <sup>2</sup>	10.10.2018
Eqology	06.09.2018
Norwegian Crystals AS	24.07.2018
Dwellop AS	01.06.2018
Quantafuel AS	19.06.2018
Kraft Bank ASA	30.05.2018
Kahoot! AS	25.05.2018
Optin Bank ASA	07.05.2018
Huddly AS	23.04.2018

<sup>1</sup>Overføring fra B-liste til Family & Friends

<sup>2</sup>Overføring fra B-liste til ordinær liste

## **1.2 Opptakspraksis**

### **1.2.1 Dispensasjon fra kravet til 3 års virksomhet ved opptak til notering på Oslo Børs.**

Oslo Børs har siden opprettelsen av Oslo Axess vært svært restriktiv med å gi dispensasjon fra kravet til 3 års virksomhet. Northern Drilling Ltd ble innvilget slik dispensasjon i 2018, tilsvarende Borr Drilling i 2017.

Oslo Børs har i løpet av 2017 og 2018 hatt dialog med ulike selskaper om muligheten for dispensasjon fra kravet til 3 års virksomhet.

Fra en tilbakemelding til et selskap i 2018:

Børsen har gjennomgående hatt en streng praksis innen dette området, og dispensasjon er kun gitt unntaksvis. I de få tilfeller slik dispensasjon er innvilget, har markedsverdien for selskapene vært vesentlig høyere enn det som er skissert for dette selskapet. Konklusjonen ble derfor at det ikke ønskes å åpne opp for en utvidelse av dispensasjonspraksisen

Vedtaket for Northern Drilling 29.06.2018:

Oslo Børs vedtok å ta aksjene i Northern Drilling Ltd. opp til notering på Oslo Børs.

Det gis dispensasjon fra kravet om at selskapet skal ha tilstrekkelig likvide midler til å kunne drive videre i minst ett år fra planlagt noteringstidspunkt innenfor planlagt virksomhetsomfang, jf. opptaksreglene pkt. 2.2.3 og børsens dispensasjonsadgang i pkt. 2.7 fjerde ledd. Dispensasjon er gitt på bakgrunn av virksomhetens karakter og fordi selskapet allerede er notert på Oslo Axess.

Det gis dispensasjon fra kravet om at selskapet skal ha bestått og drevet det vesentligste av sin virksomhet i minst tre år, jf. opptaksreglene pkt. 2.3.2 og 2.3.3. Dispensasjon er gitt da verddivurdering av selskapet i det alt vesentlige anses å bero på parametere som er tilgjengelig på annen måte og at markedet forventes å ha tilstrekkelige opplysninger til å danne seg en begrunnet oppfatning om selskapet. Etter en samlet vurdering har børsen kommet til at dispensasjon fra kravet om at selskapet skal ha bestått og ha drevet det vesentligste av sin virksomhet i minst tre år, er i allmennhetens og investorenes interesse. Det er i vurderingen lagt vekt på selskapets høye markedsverdi og betydelige andel fri flyt.

Vedtaket for Borr Drilling 28.08.17:

Styret i Oslo Børs vedtok å ta aksjene i Borr Drilling Ltd. opp til notering på Oslo Børs. Det gis dispensasjon fra kravet om at selskapet skal ha bestått og drevet det vesentligste av sin virksomhet i minst tre år, jf. Opptaksreglene pkt. 2.3.1 og 2.3.2. Dispensasjon er gitt da verddivurdering av selskapet i det alt vesentlige anses å bero på parametere som er tilgjengelig på annen måte og at markedet forventes å ha tilstrekkelige opplysninger til å danne seg en begrunnet oppfatning om selskapet. Etter en samlet vurdering har børsen kommet til at dispensasjon fra kravet om at selskapet skal ha bestått og ha drevet det vesentligste av sin virksomhet i minst tre år, er i allmennhetens og investorenes interesse. Det er i vurderingen lagt vekt på selskapets høye markedsverdi, en betydelig andel fri flyt, samt at hoveddelen av selskapets virksomhet har mer enn tre års historikk.

### **1.2.2 Vedtektsbestemmelser for valg og sammensetning av styret ved opptak på Oslo Børs og Oslo Axess**

Enkelte selskaper som søker opptak til notering på Oslo Børs har i sine vedtekter spesielle bestemmelser om styrevalg eller øvrige avtaler som gjelder styret. Disse bestemmelsene er ikke

nødvendigvis direkte i strid med spesifikke opptaksregler, men kan potensielt ha så stor betydning for eierstyringen i selskapet at børsen foretar en nærmere vurdering.

*Seadrill Limited – rett til å utpeke styremedlemmer – Notert 26.07.2018*

Seadrill ble notert på nytt etter gjennomføring av Chapter 11, da virksomheten ble videreført i ny juridisk enhet etter prosessen. Under gitte forutsetninger om andel av eierskap i Seadrill aksjen ga vedtektsbestemmelser de tre største aksjonærene rett til å utnevne 7 av 7 styremedlemmer. Vedtektene og sammensetningen av styret ble akseptert, det ble sett hen til at en endring ville involvere nye forhandlinger med et stort antall banker og kunne forsinke utgangen fra Chapter 11 for selskapet. Selskapets styre tilfredsstilte opptakskravene til uavhengighet ved opptakstidspunktet.

*Star Bulk Carriers Corp - Aksjonæravtale som gir aksjonær rett til å utpeke et antall styremedlemmer og skadesløshet for styremedlemmer – Notert 16.07.2018*

Star Bulk Carriers Corp søkte om sekundærnotering på Oslo Børs. Selskapet er primærnotert på Nasdaq Global Select Market. Største aksjonær i selskapet hadde i henhold til aksjonæravtalen rett til å utpeke et antall styremedlemmer ut fra ulike intervaller av eierandel. Ut fra minste antall styremedlemmer iht. vedtektene kunne dette i teorien medføre at største aksjonær kunne utpeke hele eller store deler av styret i selskapet. Børsen la vekt på at forholdet ville beskrives i prospektet, at det var en veletablert ordning som var godt kjent gjennom selskapets løpende rapportering som følge av Nasdaq-noteringen, at styret på noteringstidspunktet vil være i samsvar med opptakskravene og at børsen ikke har et løpende krav til styrets sammensetning. Det ble videre lagt betydelig vekt på forhold knyttet til nominasjonskomite (som sannsynliggjør muligheten for at aksjonæren utpeker et flertall av styret som hypotetisk) og at dette var en sekundærnotering. Det ble samlet sett vurdert at bestemmelsen ikke var til hinder for notering.

Det følger av samme aksjonæravtale at styremedlemmer som også har et ansettelsesforhold hos største aksjonær skal holdes skadesløse ovenfor selskapet for eventuelle saker hvor de prioriterer største aksjonær foran selskapet. Dette gjaldt 2 styremedlemmer i selskapet. Bestemmelsen om skadesløshet fremstår som spesiell og ble diskutert med due diligence-rådgiverne som antydte at en slik bestemmelse ikke er helt urimelig eller uvanlig. Bestemmelsen fremstår etter børsens vurdering uansett som uheldig, men antas å være godt opplyst i både prospekt og tidligere rapportering fra selskapet, og ble følgelig ikke ansett å være til hinder for notering.

*Shelf Drilling – vedtektsbestemmelse om rett til å utpeke styremedlemmer – Notert 25.06.2018*

Tre «sponsors» hadde ved eierandel på minst 14 % rett til å utpeke to styremedlemmer hver. Det ble da fra børsen påkrevd inntatt i vedtektene at styret skulle bestå av minst 11 medlemmer (ikke inntil 11 medlemmer) og at retten til å utpeke styremedlemmer måtte være tilstrekkelig opplyst om i prospektet.

*MPC Container Ships AS – vedtektsbestemmelse om rett til å utpeke styremedlemmer – Notert 03.05.2018*

Selskapet søkte overføring fra Merkur Market til Oslo Axess.

Største aksjonær hadde ved en eierandel på minst 20 % har en rett til å utpeke 40 % av styret. Dette ble akseptert, men med en forutsetning om at børsmelding om forholdet måtte offentliggjøres før notering.

### **1.2.3 Opptak til handel på Merkur Market – vurdering av om de personer som sitter i selskapets ledelse og styre har opptrådt på en slik måte at det gjør dem uskikket**

Det følger av Opptaksreglene for Merkur Market pkt. 2.3.1 og 2.3.2 at de personer som sitter i selskapets ledelse og styre ikke må ha opptrådt på en slik måte at det gjør dem uskikket til å delta i

ledelsen eller styret av et selskap tatt opp til handel på Merkur Market. I enkelte tilfeller foreligger det forhold som medfører at børsen gjør en nærmere vurdering av dette. Nedenfor følger eksempler fra slike vurderinger. Da disse sakene kan inneholde sensitive opplysninger er sakene og personene anonymisert.

#### *Selskap A*

Børsen ga tilbakemelding om at det fremstod som svært problematisk at en stor andel av emisjonen ble strøket, uten at samtlige tegnere fikk samme anledning, ikke minst når det var styreleder selv som hadde tegnet på vegne av selskapets vesentligste finansieringsforbindelse. Uten at børsen har foretatt nærmere undersøkelser rundt dette, er det også spesielt at styreleder markedsfører en sterk start på emisjonen, når han selv har forstått det vesentligste av tegningen. Børsen stilte derfor spørsmål ved om styreleder hadde opptrådt på en slik måte at han måtte anses som uskikket til å sitte i styre eller ledelsen for et selskap som ønsker opptak på Merkur Market, og selskapet ble frarådet å gå videre med søknaden uten å gjøre endringer vedrørende hans rolle i selskapet.

#### *Selskap B*

Et styremedlem som er advokat (heretter «Advokaten») er tidligere dømt til å betale 4.3 millioner i erstatning i forbindelse med en eiendomstransaksjon. Advokaten fikk i oppdrag å gjennomføre oppgjør ved salg av to andelsleiligheter, der selger kontaktet Advokaten etter at avtale var inngått. Det ble derfor ikke gjort undersøkelser om opplysningene i forkant av salget var korrekte siden det ble ansett som en ren oppgjørskontrakt.

Det viste seg i ettertid at selger ikke hadde opplyst kjøper om fellesgjeld i borettslaget. Selger var på det tidspunktet død, så kjøperne rettet kravet mot Advokaten, noe Advokaten bestred i retten siden han var engasjert etter at handel var sluttet. Tingretten var ikke enige, kjøpers erstatningskrav ble tatt til følge, noe Advokaten og forsikringselskapet tok til etterretning. Dommen ble ikke anket.

Til tross for at Advokaten ble dømt i tingretten, så ansees dette forholdet av en slik karakter at han ikke anses som uskikket hverken av Merkur rådgiver eller Oslo Børs til å sitte i styre i et selskap som er tatt opp til handel på Merkur Market

#### *Selskap C*

På bakgrunn av at CEO og ett av styremedlemmene i selskapet er dømt i forbindelse med en konkurs, har vi gjort en konkret vurdering av om dette forholdet gjør dem uskikket til å delta i ledelsen og å sitte i styret i et selskap tatt opp til handel på Merkur Market.

Vi har sett hen til at det straffbare forholdet ligger et stykke tilbake i tid. Forholdet de er dømt for tidfestes til perioden mellom 30.08.2008 og konkursåpningen 7.10.2009. Forholdet ligger altså mellom 8 ½ og 9 ½ år tilbake i tid. Det vil her være naturlig å se hen til prospektdirektivet som krever opplysninger om straffbare forhold 5 år tilbake i tid, selv om børsen ikke har uttalt en slik årsgrense. At dommen er av nyere dato, er begrunnet med et tregt rettssystem i det aktuelle land.

Videre har vi lagt vekt på følgende forhold:

- at [N1] og [N2] ikke har vært involvert i andre overtredelser eller straffbare forhold som vi er gjort kjent med etter den aktuelle konkursen i 2009
- at dommen er betinget, samt at den ble redusert fra 22 til 14 måneder for [N2] som anket saken

Merkur-rådgiver har i tillegg redegjort for sin vurdering av deres egnethet til å sitte i hhv. ledelse og styre i et selskap tatt opp til handel på Merkur Market, samt selskapets egnethet knyttet til familien[N1&N2] som betydelig aksjeeier. Merkur-rådgiver mener at konkursen i [Entity X] og den etterfølgende dommen mot [N2] og [N1] ikke er avgjørende for egnethetsvurderingen, og basert på en totalvurdering anser de opptaksreglene for styre og ledelse for å være oppfylt.



## 1.2.4 Konvertible lån med tegningsretter ved søknad om opptak til handel på Merkur Market

Det vises til søknad om opptak til handel på Merkur Market.

### Bakgrunn

Oslo Børs ASA vil ved vurderingen av søknader om opptak til handel på Merkur Market gjøre en egnethetsvurdering av selskapet og dets aksjer, hvor hensynet til investorinteresser, den allmenne tilliten til børsmarkedet og omdømmet til Merkur Market er sentralt.

Selskapet har inngått en finansieringsavtale med konvertible instrumenter som medfører en vesentlig potensiell utvanning av aksjonærene. Børsen har foretatt en vurdering av om selskaper med slike finansieringsavtaler er egnet for opptak på Merkur Market.

### Konvertible låneavtaler med tegningsretter

Finansieringsavtalen er en form for konvertibelt lån med tegningsretter. Konvertible instrumenter som kan konverteres til egenkapital vil naturlig nok kunne medføre utvanning, og når det i henhold til låneavtalen også utstedes tegningsretter til långiver vil dette medføre ytterligere utvanning.

De aktuelle låneavtalene kjennetegnes ved at konverteringskursen ikke er fastsatt på forhånd, men baseres på markedskursen ved konvertering, noe som kan medføre en potensielt svært betydelig utvanning ved fallende aksjekurs. Det antas at denne finansieringsformen er mest aktuell for selskaper som er i en tidlig fase, hvor tilgangen på andre finansieringsformer er begrenset.

Betingelsene i de ulike låneavtaler som inngås med denne type finansiering vil variere og det vil være forskjellig fra selskap til selskap hvor vesentlig låneavtalen er for selskapet og hvilken utvanning som kan oppstå. Kursutviklingen i selskapet vil ha en avgjørende betydning for utvanningen.

### Egnethetsvurdering

I opptaksreglene pkt. 2.1.1 for Merkur Market følger det:

Oslo Børs ASA kan på bakgrunn av en overordnet egnethetsvurdering av selskapet og dets aksjer, beslutte å ikke ta opp aksjene til handel, dersom Oslo Børs ASA vurderer det som hensiktsmessig for å ivareta investorinteresser, den allmenne tilliten til børsmarkedet og omdømmet til Merkur Market. Dette gjelder uavhengig av om selskapet oppfyller alle opptaksvilkårene. Slike avslag skal begrunnes, jf. pkt. 5.2. Herunder vil det bli lagt vekt på:

1. Selskapets økonomi.
2. Hvorvidt betydelige aksjeeiere ikke har opptrådt på en slik måte som medfører at selskapet anses uegnet for opptak til handel. Med betydelige aksjeeiere menes aksjeeiere som hver for seg eller sammen med nærstående, jf. verdipapirhandelloven § 2-5, direkte eller indirekte, eier eller kontrollerer mer enn 1/3 av aksjene eller stemmene i selskapet.
3. Andre forhold av betydning.

Egnethetsvurderingen baserer seg på en konkret helhetsvurdering. At selskaper benytter konvertible instrumenter, anses ikke generelt å medføre at de er uegnet for opptak til handel.

Børsen har vurdert hvor vesentlig finansieringsavtalen er for selskapet. Da selskapet er i en tidlig fase har det ikke inntekter som kan bidra til finansieringen i vesentlig grad. Det foreligger ikke annen lånefinansiering av betydning, og børsen er ikke kjent med at selskapet er i prosess med å etablere slik annen lånefinansiering. Børsen anser følgelig at den foreliggende avtale om konvertible instrumenter med tilhørende tegningsretter er vesentlig for selskapet.

Hvor stor potensiell utvanning avtalen kan medføre er også et sentralt moment i vurderingen. Konverteringskursen for instrumentene er knyttet til kursutviklingen i selskapet. Ved stigende aksjekurs blir det utstedt færre aksjer og ved fallende aksjekurs blir det utstedt flere aksjer,

og potensiell utvanningseffekt vil påvirkes tilsvarende. Da det ikke foreligger en på forhånd fastsatt konverteringskurs, må den potensielle utvanningseffekten anses å være tilnærmet ubegrenset. Børsens vurdering i dette tilfellet er at den potensielle utvanningseffekten er svært vesentlig. Videre vil det i egnethetsvurderingen ut fra hensynet til investorbeskyttelse vektlegges hvor tilgjengelig informasjonen om finansieringsavtalen er for potensielle investorer. Vilåårene for de konvertible instrumentene er til dels komplekse, og børsen anser at det vil være krevende for en investor å sette seg inn i hvilken potensiell utvanningseffekt som er knyttet til disse.

#### Beslutning:

I denne konkrete saken, hvor det foreligger en finansieringsavtale som er vesentlig for selskapet, med potensielt svært vesentlig utvanning og komplekse vilåår, har børsen kommet til at selskapet ikke er egnet for opptak på Merkur Market.

Oslo Børs har i denne sammenheng kun tatt stilling til finansieringsavtalen, og har ikke vurdert om selskapet tilfredsstillende vilåår for opptak til handel på Merkur Market.

## 2 STRYKNING/SUSPENSJON

### 2.1 Selskaper som er strøket fra notering

<b>OSLO BØRS</b>	<b>Siste handelsdag</b>
LINK Mobility Group ASA	17.10.2018
Ekornes ASA	01.10.2018
Saferoad Holding ASA	14.09.2018
IMSK SE	14.09.2018
Seadrill	24.07.2018
Sevan Drilling LTD	24.07.2018
Songa Offshore SE	28.03.2018
Norske Skogindustrier ASA	02.02.2018
Solvang ASA	31.01.2018

<b>OSLO AXESS</b>	<b>Siste handelsdag</b>
Unified Messaging Systems ASA	30.04.2018

<b>NOTC</b>	<b>Siste handelsdag</b>
Navios Maritime Containers Inc	10.12.2018
North Atlantic Drilling	27.08.2018
GSGroup	26.06.2018
Shelf Drilling	25.06.2018
Atlantic Sapphire	15.05.2018
Ocean Rig	05.02.2018

## **2.2 Strykningsaker**

### **2.2.1 EMAS Offshore Limited – Delisting of shares from the Oslo Stock Exchange, 16.02.2018**

#### **1 Introduction**

The matter relates to whether the shares of EMAS Offshore Limited (“**EMAS**” or the “**Company**”, and together with its consolidated subsidiaries, the “**EMAS Group**”) are no longer suitable for listing on the Oslo Stock Exchange.

The Company published the audited annual report for the financial year 2016 and the half-yearly report for the first six months of 2017, cf. section 5-5 and 5-6 the Norwegian Securities Trading Act (the “**STA**”), with significant delay. In addition, the Company has not published the audited annual report for 2017 within the deadline of 31 December 2017.

The question is whether this entails that the Company’s shares are not suitable for listing and accordingly shall be delisted from trading, cf. section 15.1 of the Continuing obligations of stock exchange listed companies (the “**Continuing Obligations**”), cf. section 25 (1) of the Stock Exchange Act.

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

#### **2 About the Company**

The Company was listed on the Oslo Stock Exchange on 3 October 2007 with the name EOC Limited and changed its name to EMAS Offshore Limited on 15 September 2014. The Company completed a dual listing on the Singapore Stock Exchange (the “**SGX**”) in October 2014. The Company is an established offshore services provider with two core business areas: (i) Offshore Support and Accommodation Services and (ii) Offshore Production Services. The Company is headquartered in Singapore.

The Company’s Board of Directors consists of the following; Mr. Lee Kian Soo (Executive Chairman), Capt. Adarash Kumar (CEO and Executive Director), Mr. Cuthbert (Chas) IJ. Charles (Independent Non-Executive Director) and Dr. Wang Kai Yuen (Independent Non-Executive Director).

The Company’s executive management consists of the following: Capt. Adarash Kumar (CEO and Executive Director), Mr. Hsu Chong Pin (CFO), Mr. David Michael Wallace (Chief Operating Officer), Dr. Ranjit Singh (Chief Commercial Officer) and Mr. Joseph Azran-Alemberg (Chief Projects Officer).

On 18 January 2018, the Company announced<sup>1</sup> that Capt. Adarash Kumar had tendered his resignation and that his last day of service would be 6 April 2018.

Ezra Holdings Limited (“Ezra”) is the holding company of the group where the Company operates within Offshore Support and Production Services, being one of Ezra’s three business divisions. The others are Subsea Services and Marine Services. Ezra owns 75.25% of the shares in the Company.

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

#### **3.1 The Company’s financial reporting**

##### *Annual report for 2016*

The Company has a deviating fiscal year with year-end on 31 August. According to section 5-5 of the STA, the audited annual report shall be made public at the latest four months after the end of each financial year. This implies that the Company’s audited annual report for the financial year 2016 should have been made public no later than 31 December 2016. The audited annual public report (1 September 2015 – 31 August 2016) for 2016 was made public by the Company on 8 December 2017<sup>2</sup>, approximately 11 months after the deadline.

The audit opinion stated that the auditor had not been able to obtain sufficient and appropriate audit evidence to provide a basis for an audit opinion. The auditor did accordingly not express an opinion on the financial statements.

##### *Half-yearly report for 2017*

Pursuant to section 5-6 of the STA, a half-yearly report covering the first six months of the financial year shall be made public as soon as possible after the end of the relevant period, but at the latest two months thereafter. As the Company has a deviating fiscal year, the first six months of this period began on 1 September 2016 and ended on 28 February 2017. The Company’s half-yearly report for 2017 should accordingly have been made public no later than 30 April 2017. The half-yearly report was made public by the Company on 13 December 2017<sup>3</sup>, more than seven months after the deadline.

##### *Annual report for 2017*

Pursuant to section 5-5 of the STA, the Company should have published the audited annual report for 2017 (1 September 2016 – 31 August 2017) within 31 December 2017. As of the date of this letter, the publication of the report is still outstanding.

##### *Other financial reports*

On 30 October 2016, the Company published an unaudited financial report for the fourth quarter of 2016 (1 June – 31 August 2016)<sup>4</sup>. The Q4-report included preliminary full year figures for 2016. The Q4 figures for 2016 were corrected on 29 November 2016 due to additional impairments<sup>5</sup>. On 10 January 2017, the Company released an unaudited report for the first quarter of 2017 (1 September-30 November 2017)<sup>6</sup>. Both reports were made public within the deadlines stipulated in section 5-5 of the Norwegian Securities Trading Regulations (the “STR”).

---

<sup>1</sup> <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=442593>

<sup>2</sup> <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=440364>

<sup>3</sup> <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=440685>

<sup>4</sup> <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=412318>

<sup>5</sup> <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=414863>

<sup>6</sup> <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=417665>

With effect from 1 January 2017, the requirement for issuers of stock exchange listed shares to publish quarterly reports was rescinded. However, due to the Company's deviating fiscal year, the Company was obliged to publish the Q1-report for 2017 pursuant to the quarterly reporting requirements of the STR prior to the change.

Following the change, the Company was not required to publish quarterly financial reports pursuant to the STA or the STR. However, on 4 April 2017<sup>7</sup>, the Company published a stock exchange notice regarding revised financial calendar. The stock exchange notice stated that a financial report for the third quarter of 2017 (1 March – 30 May 2017) would be published on 7 July 2017 and that a financial report for the fourth quarter (including preliminary year figures for 2017) would be released on 20 October 2017.

On 5 July 2017<sup>8</sup>, the Company announced that they would not release a Q3-report as previously stated. The Company also repeated that the preliminary results for the financial year 2017 (1 September 2016 – 31 August 2017) would be released on 20 October 2017. The stock exchange notice also informed that it was uncertain when and to which extent the Company would be able to release the relevant and future financial statements and that further updates would be provided as and when they arise.

On 5 October 2017, the Company published a stock exchange notice<sup>9</sup> where it, among other things, informed that the Q4-report for 2017 (1 June – 31 August 2017) would be published on 30 November 2017 and the Q1-report for 2018 (1 September 2017 – 30 November 2017) would be released on 12 January 2018.

On 30 November 2017, the Company published an updated financial calendar<sup>10</sup> where the Q4-report was informed to be released on 22 December 2017. As of the date of this letter, the Q4-report has not yet been released.

On 26 January 2018, the Company published a printed version of the 2016 annual report<sup>11</sup>.

### 3.2 Minimum market value requirement

Pursuant to section 2.4 of the Continuing Obligations, the market value of the company's shares shall not be lower than NOK 1. If the market value has been lower than NOK 1 for a six-month period, the board shall implement measures to satisfy the requirement as quickly as is practically possible, and in any case no later than four months after the expiry of the six-month period. Such measure could typically be an initiation of a reverse share split.

On 10 August 2016, the Company's share price had been lower than NOK 1 since 15 December 2015. The Exchange sent a notification to the Company and informed them that the Company had to implement measures to satisfy the requirement within four months. The Company responded the same date and stated that the AGM would be held on 21 December 2016 and asked for permission to extend the deadline to this date, which was granted by the Exchange. On 11 November 2016, the Company asked for a further extension until 30 June 2017, which was also granted by the Exchange.

As of the date of this letter, the Company has still not implemented any measures to satisfy the requirement.

---

<sup>7</sup> <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=424140>

<sup>8</sup> <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=430912>

<sup>9</sup> <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=435958>

<sup>10</sup> <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=439804>

<sup>11</sup> <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=442933>

### 3.3 The Company's refinancing process

The Company's has stated that the reason for why they have not been able to release their financial reports within the required deadlines is that they are in a refinancing process due to a financial challenging situation for the Company.

The financial challenges of the Company were first disclosed to the market on 14 July 2016<sup>12</sup>, where the Company announced that it was in discussions with various parties regarding its financial obligations.

The Company has since given regular updates to the market on the milestones of the process. On 2 March 2017<sup>13</sup>, the Company announced that EMAS CHIYODA Subsea Limited ("ECS"), an associated company of Ezra had filed a petition for relief under Chapter 11 of the U.S. Bankruptcy Code while a restructuring of ECS was being pursued. The stock exchange notice also stated that in the event the EMAS Group's efforts to secure its financial issues did not achieve a favorable and timely outcome, the EMAS Group would be faced with a going concern issue.

On 31 August 2017<sup>14</sup>, the Company announced a binding term sheet with a group of investors as a part of the restructuring of the EMAS Group, however the Company also stated that there was no certainty or assurance that the definitive agreements would be entered into with the investors or that the restructuring would be undertaken or completed at all. The Company also announced their filing for creditor protection under Singaporean law.

More details about the term sheet were released in a separate announcement on 4 September 2017<sup>15</sup>. The Company also informed that the Company intended to carry out a restructuring exercise by way of a scheme of arrangement in Singapore and issue of new shares to the potential investors.

On 11 December 2017, the Company published a stock exchange notice<sup>16</sup> where it stated that the Company had terminated the term sheet on 9 December 2017. At the same day, the Company had entered into a new term sheet with a third party with a proposed cash investment of USD 50 million by such third party. The Company and certain of its subsidiaries had also applied for a scheme arrangement with the High Court of the Republic of Singapore, with the aim of reaching a solution with its respective creditors in terms of a restructuring. The Company highlighted that there was no assurance that any definitive agreements would be entered into in connection with the proposed investment and the restructuring.

On 19 January 2018, the Company published an update on the restructuring proceedings in Singapore<sup>17</sup>. The stock exchange notice stated, among other things, that two of the creditors had filed joint affidavits where they expressed that they were not prepared to agree to the terms of the restructuring proposals as they presently stood. The hearing date for the Scheme Applications was scheduled to 19 March 2018, and the Company was currently in discussions with the said banks and investors to come to a consensus on a revised proposal.

### 3.4 The Oslo Stock Exchange's handling of the outstanding financial reporting

As a consequence of the failure to publish the audited annual report for 2016 and the 2017 half-yearly report in a timely manner, the Oslo Stock Exchange carried out certain measures towards the

---

<sup>12</sup> <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=405976>

<sup>13</sup> <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=421678>

<sup>14</sup> <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=433968>

<sup>15</sup> <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=434091>

<sup>16</sup> <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=440496>

<sup>17</sup> <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=442621>

Company, in accordance with chapter 14 (*Price Quotation*) of the Continuing Obligations in the beginning of 2017, which is outlined below.

#### *Special observation*

On 20 February 2017, the Exchange decided to initiate special observation of the trading in the Company's shares, cf. section 14.4 of the Continuing Obligations. The background for this decision was the Company's most recent announcements:

- 7 February 2017<sup>18</sup>: The Company communicated a potential 150 days postponement of the publication of the Company's audited annual report and the annual general meeting. The risk of going concern issues for the Company was also repeated.
- 17 February 2017<sup>19</sup>: The Company requested a further 60 days extension of the deadline to finalize the agreements relevant for the refinancing.

When deciding to initiate special observation, the Exchange also referred to circular 20/2009<sup>20</sup> from the Financial Supervisory Authority of Norway (the "FSA") regarding suspensions in listed financial instruments on the grounds of failure to publish periodic financial reports. The circular states that the FSA will normally initiate and implement suspension of trading two months following the deadline for publication of an annual report and one month after the deadline for publication of interim reports. The suspension will be lifted when compliant financial reporting has been restored. The circular also states that if the breaches to the financial reporting requirements are not corrected, the Oslo Stock Exchange may follow up the suspension with a delisting of the financial instruments in question.

#### *Suspension of trading*

On 3 March 2017 at 16:30 (CET), after the close of the market, the FSA decided that the Oslo Stock Exchange was to suspend trading in the Company's shares on the Oslo Stock Exchange, cf. section 14.3 of the Continuing Obligations and section 25 (3) of the Stock Exchange Act. The suspension was imposed due to the Company's failure to release the audited annual report for 2016 within the deadline stipulated in section 5-5 (1) of the STA. The Exchange was requested by the FSA to implement the suspension immediately and it has not been lifted as of the date of this document.

When the suspension was implemented, reference was made to the Company's most recent stock exchange notices:

- 28 February 2017<sup>21</sup>: The Company referred to circular 20/2009 from the FSA and stated explicitly the risk of a suspension being implemented due to the failure to make the 2016 annual report publicly available within two months after the expiration of the deadline stipulated in the STA section 5-5 (1). Based on this, the Company stated that there was a risk of a suspension being implemented on both the Oslo Stock Exchange and the SGX.
- 2 March 2017<sup>22</sup>: The Company communicated a delay in the completion of the refinancing process. The stock exchange notice also stated that an associated company of Ezra, including certain subsidiaries, had voluntarily filed a petition for relief under Chapter 11 of the U.S. Bankruptcy Code, which could affect the Company. The Company also repeated the risk of a

---

<sup>18</sup> <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageld=419427>

<sup>19</sup> <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageld=420575>

<sup>20</sup> Circular 20/2009 has later been replaced by circular 5/2011. The content from 20/2009 still remains valid.

<sup>21</sup> <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageld=421395>

<sup>22</sup> <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageld=421678>

going concern issue from the ongoing audit of the 2016 annual report and a warning to its shareholders regarding trading in the Company's shares as the outcome of the refinancing process was uncertain.

As a consequence of the suspension implemented on the Oslo Stock Exchange, the Company requested a voluntary suspension of trading of its shares on the SGX. Such suspension was implemented on the SGX before commencement of trading on Monday 6 March 2017 and has been effective since.

On 23 March 2017, the Norwegian Financial Supervisory Authority imposed a violation charge to the Company due to the violation of the statutory deadline for the publication of the audited annual report<sup>23</sup>.

When the Company published its annual report for 2016, the Oslo Stock Exchange was in discussions with the Company regarding the status of the suspension of trading. The Exchange resolved to uphold the decision of suspension of trading, due to uncertainties regarding the ongoing restructuring process in the Company and the Company's ability to disclose mandatory financial reports.

### 3.5 Subsequent events

The Oslo Stock Exchange met with the Company in Singapore in early May 2017. In this meeting, the Exchange communicated the severity of the situation that could escalate to an evaluation of the Company's listing on the Oslo Stock Exchange with the risk of delisting as a potential outcome. The Exchange encouraged the Company to present as firm and specific information as possible about how compliant financial reporting could be restored. The Exchange also encouraged the Company to maintain the flow of financial reports and updates to the market, including quarterly reports regardless of the outcome of the audit of the 2016 annual report. The Company had already released the Q1-report for 2017 report without having an audited 2016 annual report in place.

Following the meeting, the Exchange sent an e-mail to the Company on 8 May 2017<sup>24</sup> where the possibility of a delisting initiated by the Exchange or the FSA due to the continuing breaches of the financial reporting obligations was highlighted. The Exchange also requested an update from the Company regarding the publication of the audited annual report for 2016 and the financial half-yearly report for 2017. The Exchange further asked for the reason why no further unaudited interim reports were released and how the publicly communicated reporting dates for the release of the Q3-report and the Q4-report for 2017 pursuant to the stock exchange notice of 4 April 2017 should be interpreted.

The Company responded on 15 May 2017 and emphasized that financial reporting would recommence immediately if a viable solution with the Company's lenders was reached. The Company also pointed out that the risks of negative pricing effects as well as wrongful pricing was limited with the trading in their shares currently halted on the Oslo Stock Exchange and the SGX. The Company stressed their sizeable number of shareholders in both markets who would be locked-in the share if a delisting was undertaken. The Company stated that it would be in the best interest of their shareholders that the Company remained listed, albeit suspended, throughout the restructuring efforts, both with respect to access to information and to the likelihood of a successful outcome of the restructuring process. The Company also stated that the current difficult situation was temporary while a delisting would be permanent.

---

<sup>23</sup> <https://www.finanstilsynet.no/nyhetsarkiv/brev/2017/decision-on-violation-charge/>

<sup>24</sup> The e-mail correspondence between the Company and the Oslo Stock Exchange between 8 May 2017 and 15 May 2017 is attached as Appendix 1



With regard to the specific information requested by the Oslo Stock Exchange, the Company stressed that their restructuring process was subject to uncertainties beyond the Company's control. Discussions with banks and potential investors were at various stages with no certainty of completion. The situation was compounded by Ezra's filing for US Chapter 11 Bankruptcy protection and its impact on the group with corporate guarantees and cross default implications. The Company argued that as long as the situation was ongoing, there were voluminous caveats and assumptions that could render whatever numbers that the Company provided and was not representative of a true and fair view. The fluidity of the discussions could totally negate what the Company had previously announced. On this basis, the Company was of the view that it was not prudent to release any financials and that the market would be updated when there was more clarity on the matter. Further, the Company explained that the communicated dates for publishing the Q3- and Q4-report for 2017 should not be considered as definitive dates for publication. The Company stated that it would continue to update the market when the Company had better clarity, without specifying any other dates.

In advance of, and following the announcement on 31 August 2017 of the Company entering into the term sheet with certain potential investors, the Oslo Stock Exchange was in dialogue with the Company regarding the progress of having the 2016 audited annual report and the half-yearly report for 2017 published. During this communication, the Company stated to the Exchange that they foresaw that they would be in a position to publish the outstanding mandatory financial reports within due course, as a financial solution appeared to be reached soon.

Due to the financial reports not having been published in the weeks following this dialogue, the Oslo Stock Exchange sent an e-mail to the Company on 15 September 2017<sup>25</sup> where it was advised that the Exchange had decided to recommence the delisting process due to the ongoing breaches of the obligation to disclose the said financial reports. The Exchange also requested time specific indications of when the compliance with the financial reporting requirements could be restored and recommended the Company to publish the audited annual report for 2016 and the half-yearly report for 2017 within 25 September 2017.

On 22 September 2017, the Company replied that it was still working on the financial restructuring that would provide more clarity on the Company being able to operate on a going concern basis. The Company advised that the restructuring still remained unsolved and that the Company's accounts therefore could not be finalized and signed-off within the recommended deadline advised by the Exchange. The Company stated that it intended to publish the audited annual report for 2016 by 8 December 2017.

On 5 October 2017<sup>26</sup>, the Company released a stock exchange notice which stated that the Company would recommence its financial reporting. The Company informed that the 2016 audited annual report, the Q2-report for 2017 and the Q3-report for 2017 had not been published due to the financial difficulties experienced by the Company. It was furthermore stated that the Company believed that the completion of the contemplated restructuring would resolve the financial challenges of the Company and thereby enable the Company to be in a position to publish the audited financial and the unaudited quarterly financials.

The Company underlined that there was no certainty or assurance that any definitive agreements with the potential investors in the contemplated restructuring would be entered into. However, the Company stated that the restructuring exercise still provided a basis for the Company to proceed to finalize its 2016 audited annual financial report and quarterly unaudited financial reports pending the

---

<sup>25</sup> The e-mail correspondence between the Company and the Oslo Stock Exchange between 15 September 2017 and 23 October 2017 is attached as [Appendix 2](#)

<sup>26</sup> <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=435958>

completion of the contemplated restructuring. The date for the release of the preliminary results for the financial year 2017 (1 September – 31 August 2017) was informed to be published on 30 November 2017, which implied a delay of one month compared to what was released in the stock exchange notice of 5 October 2017. The Company also announced that the 2016 audited annual report would be released on 8 December 2017.

On 17 October 2017, the Oslo Stock Exchange sent an e-mail to the Company with question of when the half-yearly report of 2017 and the audited annual report for 2017 would be published. The Company responded on 21 October 2017 and stated it did not intend to publish the half-yearly report for 2017 and that they envisaged that there would be a delay of the publication of the 2017 audited annual report of a couple of months.

The Oslo Stock Exchange responded on 23 October 2017 and gave the Company a deadline to 8 December 2017 to correct the violations of the delayed 2016 audited annual report and the half-yearly report for 2017, cf. section 15.1 (5) of the Continuing Obligations. It was also highlighted by the Exchange that no further headroom would be given as to violations of future deadlines for mandatory financial reporting. The Exchange informed the Company that violations and delays of these deadlines would result in immediate steps from Oslo Stock Exchange in respect of an assessment of the Company's suitability for listing, which could result in a delisting of the Company's shares within a short time frame.

On 30 November 2017, the Company published a stock exchange notice<sup>27</sup> where it stated that it would publish its audited annual report for 2016 on 6 December 2017 and its half-yearly report for 2017 on 8 December 2017.

On 6 December 2017, the Company published a stock exchange notice<sup>28</sup>, where it informed that there was a delay of the finalization of the 2016 audited annual report and was expected to be completed within a the next few days.

On 8 December 2017, the Company published the audited annual report for 2016. The half-yearly report was published on 13 December 2017.

On 13 December 2017, the Company published a stock exchange release<sup>29</sup> where it stated that is currently working on the unaudited financial report for the second half of 2017, as well as the audited annual report for 2017. The Company stated that the respective release dates would be updated in due course.

On 31 December 2017, the deadline for publication of the audited annual report for 2017 expired without the Company having published the report.

On 2 January 2018<sup>30</sup>, the Oslo Stock Exchange sent an e-mail to the Company requesting an update on the status of the publication of the annual report for 2017. The Company replied on 5 January 2018 and stated that they were working closely with the auditor to releasing the annual report as soon as possible. The Company requested that it would update the market and the Oslo Stock Exchange in early February 2018 when they would have more clarity on the restructuring process.

### 3.6 The Oslo Stock Exchange's handling of this case

---

<sup>27</sup> <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messagelid=439803>

<sup>28</sup> <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messagelid=440192>

<sup>29</sup> <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messagelid=440686>

<sup>30</sup> E-mail correspondence between the Company and the Oslo Stock Exchange between 2 January 2018 and 17 January 2018 is attached as Appendix 3

On 9 January 2018, the Oslo Stock Exchange sent an e-mail to the Company informing that an assessment would be made as to the breaches of the mandatory financial reporting obligations and the uncertainty of the reporting obligations going forward. The Company sent an e-mail on 17 January 2018 and provided an update on the contemplated process for financial reporting.

On 11 January 2018, the Oslo Stock Exchange sent an advance notice of delisting to the Company where the deadline for the Company to provide comments was set to 29 January 2018.

On 29 January 2018, the Company sent their comments to the advance notice to the Oslo Stock Exchange<sup>31</sup>.

#### **4 Legal background**

Section 25 (1) of the Stock Exchange Act, cf. section 15.1 (1) of the Continuing Obligations, states:

*"A regulated market may resolve that a financial instrument is to be suspended from listing or removed from listing if it no longer satisfies the regulated market's business terms or rules, or if other special reasons so warrant. However, a regulated market cannot suspend from listing or delist a financial instrument if this can be expected to cause material disadvantage for the owners of the instrument or for the market's duties and function."*

Furthermore, section 15.1 (2) of the Continuing Obligations states:

*"If the company has grossly or repeatedly violated the provisions of stock exchange legislation or the Stock Exchange Rules, this shall in general be regarded as a sufficient reason that may call for delisting of the company's shares."*

In terms of the deadline for public disclosure of the annual report, it follows from section 4.5 of the Continuing Obligations, cf. the section 5-5 of the STA, that the annual report shall be made public at the latest four months after the end of each financial year.

With regard to the deadline for public disclosure of the half-yearly report, this shall be made public as soon as possible after the end of the relevant period, and not later than two months thereafter, cf. section 4.3 of the Continuing Obligations, cf. section 5-6 of the STA.

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

The Company's has throughout the process stated that the reason for why they have not been able to release their financial reports within the required deadlines is that they are in a refinancing process due to a financial challenging situation for the Company. The Company has argued that the difficulties in fulfilling its financial reporting requirements are due to a cause that is beyond its power and control. The finalization and issue of the audited financial statements and reports are subject to the auditors' view that there are sufficient audit basis to assess the going concern of the Company. In addition, the Company has stated that they have increasingly lean manpower and resources, and has prioritized pursuing a restructuring plan to provide the cashflow required for repayment of its obligations.

The Company has in its comments to the advance notice given an account on the steps taken to resolve the uncertainty in relation to its restructuring process, including an effort to expedite the scheduled hearing in the Scheme Application process which is currently scheduled to take place on 19 March 2018. If the Scheme Applications are granted by the Singapore High Court, subsequent creditor meetings to consider and if thought fit, approve the Scheme Applications. If the Scheme Applications are granted by the Singapore High Court, the creditor meetings are expected to be held no later than

---

<sup>31</sup> The Company's comments to the advance notice is attached as [Appendix 4](#)

within the next three months. The Company envisages that the outcome of the Scheme Applications and subsequent creditors meetings will provide clarity on the Company's business being retained in any significant form.

In turn, the outcome of the Scheme Applications and the creditors meetings will also address the Company's auditor's current concerns about the uncertainty regarding the restructuring process. In the mean time, the Company has been working with the auditors to progress the audit process to the best of its ability taking into account the limited resources.

On 30 January 2018, the Company sent an e-mail<sup>32</sup> to the Exchange and stated that they had managed to bring the pre-trial conference under the Scheme Application process to 1 February 2018 (from originally scheduled 22 February 2018). The Company stated that the pre-trial conference was meant for the Company's counsel to make the case for an earlier Court Hearing date (ideally by mid-February as opposed to currently scheduled 19 March 2018) to consider the applications to convene the creditors' meeting as soon as it is practicable to vote on the restructuring schemes.

The Company has stated in its comments to the advance notice that they are working together with its auditors towards a release of its audited annual report for 2017 by 30 April 2018 and a release of its half-yearly report for 2018 by end June 2018.

In addition, the Company has stated that they are working towards an announcement of unaudited financial statements for the second half of 2017 and the full year 2017 by 23 March 2018.

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

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

Financial information is a key factor in the information regime for listed companies, and constitutes an important part of the Company's duty to provide correct and updated information to the market. Failure to comply with the financial reporting requirements is in itself considered to be a gross breach of the Continuing Obligations and the securities law and regulations, cf. section 15.1 (2) of the Continuing Obligations.

Given the recent change in the rules regarding publication of quarterly reports, where the number of mandatory financial reports has been reduced, the Exchange is on a general basis of the opinion that the remaining mandatory financial reports, i.e. the audited annual report and the half-yearly report, have become increasingly important for the market participants.

As accounted for under section 3.1 above, the Company's audited annual report for 2016 should have been made public no later than 31 December 2016 and the half-yearly report should have been made public no later than 30 April 2017. The reports were not published before 8 and 13 December 2017, which entailed a delay of approximately 11 and 7 months, respectively.

---

<sup>32</sup> E-mail from the Company to the Oslo Stock Exchange of 30 January 2018 is attached as [Appendix 5](#)

For the market participants and the Company's investors, this implies that the Company did not publish any audited financial information between the 2015 annual report, which was published on 30 November 2015, and publication of the 2016 annual report on 8 December 2017. Furthermore, the Company did not publish any financial reports in the period between the publication of the Q1-report for 2017 (1 September – 30 November 2016) which was published on 10 January 2017, and the publication of the 2016 annual report on 8 December 2017.

The Company has accordingly not published financial reports as required by law and stock exchange rules on two successive occasions, and the delays were significant. In addition, the Company has given the market several expectations of voluntary interim financial reports which have not been published within in the announced dates.

In addition, the significant delay of the publication of the audited annual report for 2016 and half-yearly report for 2017 entailed that the Company was in breach of the obligation to publish its audited annual report for 2017 only shortly thereafter. The Company has stated that it is working towards publishing its audited annual report for 2017 within 30 April 2018 and its half-yearly report for 2018 within end-June of 2018. The deadline for publishing the audited annual report for 2017 was 31 December 2017 and the deadline for publishing the half-yearly report for 2018 will be 30 April 2018.

The Oslo Stock Exchange considers the successive breaches of the financial reporting obligations over such a long time period to be gross. In addition, the Company has recently violated the deadline of the publication of the audited annual report for 2017. Although the latest delay is not significant as of the date hereof, the Company's prior significant delays indicates that the situation will not be corrected in due course. The Company has stated that they are working together with the auditor towards publishing the audited annual report for 2017 by 30 April 2018. Even if these targeted dates should be met, it entails a delay of four months in terms of the audited annual report for 2017 and two months in terms of the half-yearly report for 2018. However, the Exchange is critical of the realism of the Company publishing the said reports within these targeted dates.

As accounted for under section 3.5 above, the Company gave the Oslo Stock Exchange several assurances during the summer of 2017 that the financial reporting would recommence in due course. However, later developments showed that the Company, contrary to its assurances to the Exchange, was not in a position to correct the violations within time period as originally communicated to the Exchange. The Company has made several promises of corrections which have been further delayed on several occasions. The Exchange has accordingly given the Company a number of opportunities to correct the breaches, where the Company has not followed-up its assurances within the original stipulated time line. The Exchange's trust in the Company's promises and assurances to correct its outstanding breaches and comply with its reporting obligations going forward, is therefore significantly weakened.

The Company has explained that it due to the financial situation has limited manpower and resources which affects its ability to comply with its financial reporting obligations on the Exchange. The Oslo Stock Exchange acknowledge that this is a difficult situation, but the Exchange is dependent on having issuers with sufficient capacity to comply with the obligations that apply to issuers with securities listed on the Exchange. It follows from section 2.3.4 (3) of the Listing Rules that the company must have procedures in place and be organized to ensure that the company's management and the officers responsible for disclosing information to the market become aware of essential information without undue delay. This rule also applies as a continuing obligation, cf. section 2.3 of the Continuing Obligations. The Exchange is further of the opinion that the Company has been given a reasonable period of time to correct its violations of mandatory financial reporting and demonstrate that they will comply with its obligations as a listed company going forward.

In addition, the Company's ability to comply with its mandatory financial reporting obligations has been, and is likely to, be affected by the Company's on-going restructuring process, which is subject to uncertainty as disclosed in the Company's stock exchange notices and accounted for in the Company's comments to the advance notice. The Company has also only given dates it is targeting of publishing the reports within, as the Company cannot give an assurance that it will actually be able to do so. The Exchange therefore considers that there is a significant risk that both the court proceedings in Singapore and the on-going and future discussions with the Company's creditors will lead to further postponements of the Company's targeted dates of publishing its audited annual report for 2017 and its half-yearly report for 2018. The Exchange is accordingly of the opinion that the Company has not been able to demonstrate a realistic plan for complying with its financial reporting obligations going forward.

The Company has argued that it is in a challenging financial situation that complicates its processes related to financial reporting and that the progress is dependent on factors outside the control of the Company. Although the Exchange understands the difficulties the Company and other listed companies with exposure to the oil price have faced over the past years, the Exchange would like to emphasize that the rules on mandatory financial reporting apply regardless of what kind of situation the issuer is in. The Exchange does accordingly not consider that the Company has any grounds for not complying with these obligations. It shall also be noted that the STA does not include any provision where the NFSA can grant an exemption from the obligation to disclose the audited annual report and the half-yearly report within the stipulated deadlines.

Several of the companies listed on the Oslo Stock Exchange have been subject to extensive restructuring efforts over the past years. The Exchange acknowledges the complexity in such situations and understands that certain restructurings may be more demanding than others. However, in general other companies subject to such processes have maintained the financial reporting in line with the provisions of the STA. The Exchange has not seen any cases among companies subject to restructuring processes where the deadlines of the STA have been violated as grossly as in this case.

The rules of mandatory financial reporting are as mentioned key obligations for a listed issuer on the Oslo Stock Exchange, and compliance with these rules are essential when considering whether an issuer is suitable for listing. The Exchange therefore finds it necessary to assess whether the Company's shares are suitable for listing on the Oslo Stock Exchange. Pursuant to section 15.1 (1) and (2), the Oslo Stock Exchange may delist a financial instrument from listing on the Oslo Stock Exchange in case of gross and sustained breach of the Continuing Obligations.

The Company's inability to comply with the mandatory financial reporting over such a long period of time, indicates in the opinion of the Exchange that the Company is not in a position to comply with its financial reporting obligations going forward. As mentioned above, the Oslo Stock Exchange considers the successive breaches of the financial reporting obligations over such a long time period to be gross.

In addition, the Company has not implemented any measures to satisfy the requirement of a market value of at least NOK 1 per share, as accounted for under section 0 above, although the Exchange has granted several extensions of the initial four month deadline pursuant to section 2.4 of the Continuing Obligations.

The Oslo Stock Exchange will only delist a company that has not applied for delisting itself in extraordinary situations. The Exchange and the Stock Exchange Appeals Committee have previously reacted to relatively short violations of the deadline for public disclosure of financial reports quite strictly.

On 29 August 2009, the Oslo Stock Exchange resolved to delist the shares of CanArgo Energy Corporation (“**CanArgo**”) from the Oslo Stock Exchange<sup>33</sup>. CanArgo had not made public the audited annual report for 2008 close to four months after the expiry of the deadline and was not able to state when they would be able to publish the report. CanArgo was also in breach of the minimum requirement of market value per share. Similar to this case, CanArgo was in a difficult financial situation, however, this was not taken into consideration by the Exchange as a mitigating circumstance when resolving the delisting.

On 24 September 2014, the Oslo Stock Exchange resolved to delist the shares of Transeuro Energy Corporation (“**Transeuro**”) from Oslo Axess. Transeuro had not made public the audited annual report for 2013 close to five months after the expiry of the deadline, and the quarterly report for the first and second quarter of 2014 was also delayed, which was mandatory at such time. In addition, the Company had not published the annual statement of reserves for oil and natural gas companies and was also in breach of the minimum requirement of market value per share. The Company was not able to demonstrate a realistic plan for correction of the violations. Transeuro appealed the resolution of the Oslo Stock Exchange to the Stock Exchange Appeals Committee, which upheld the resolution by the Oslo Stock Exchange on 18 November 2014<sup>34</sup>. Transeuro was also in a difficult financial situation and had, amongst other things, argued that the violations were due to circumstances outside its control. However, this was not taken into consideration by the Appeals Committee as a mitigating circumstance when resolving the delisting.

There are no cases on the Oslo Stock Exchange where the violation of the deadline for the publication of the audited annual report has been as gross as in this case. The Company's inability to complete and publish the annual report and half-yearly report within the deadlines constitutes a gross violation of section 4.5 and 4.3 of the Continuing Obligations and section 5-5 and 5-6 of the STA. This is further enhanced by the fact that the Company has not been able to demonstrate that they are in a position to comply with the deadlines of its mandatory financial obligations going forward.

Pursuant to section 25 (1) second sentence of the Stock Exchange Act, cf. section 15.1 (1) second sentence of the Continuing Obligations, the Exchange cannot delist a financial instrument if this can be expected to cause material disadvantage for the shareholders or for the market's duties and function. This implies that a wide discretion has to be made as to the reasons for and against delisting when making the assessment of delisting. The interest of the Exchange and the market in being able to delist issuers which repeatedly and grossly violate key reporting rules must be weighed against the shareholders' interest in a continued listing.

The Company has 439,672,754 outstanding shares and 963 shareholders, where a majority is Norwegian shareholders. In the period from 1 January 2017 and up to the suspension of trading in the Company's shares on 3 March 2017, there were 1,775 trades in the Company's shares. The trading in the period totaled 20.5 million shares with NOK 11.3 million in trading value. The Company's share price declined from NOK 0.79 per share on 1 January 2017 and to NOK 0.29 per share on 3 March 2017. Based on the last trading in the Company's shares on 3 March 2017, the Company has a market value of approximately NOK 125 million.

The Company has stressed towards the Exchange the sizeable number of shareholders who would be locked-in if the Company's shares are delisted from trading. The Company has stated that it would be in the best interest of their shareholders that the Company remained listed, albeit suspended, throughout the restructuring efforts, both with respect to access to information and to the likelihood of a successful outcome of the restructuring process.

---

<sup>33</sup> «Vedtak og uttalelser 2009» page 31

<sup>34</sup> «Vedtak og uttalelser 2014» page 49

The Oslo Stock Exchange is of the opinion that a delisting generally will represent disadvantage for the shareholders of the Company as this implies that investors will lose the security from organized trading, such as the Company's disclosure obligations, financial reporting, disclosure of large shareholdings (Nw. *flaggeplikt*), mandatory offer rules etc.

The Exchange notes that the Company does provide the market with regular updates in stock exchange releases and in particular about the restructuring process. The Exchange considers that the level of information from the Company to its shareholders therefore likely will be reduced as a consequence of a delisting. In addition, the shareholders will in principle lose their ability to trade their shares on a regulated market, although this has certain limited significance in this case as the Company's shares are suspended from trading.

However, a listed company must fulfill certain minimum requirements to ensure sufficient quality of the market places of the Oslo Stock Exchange. The Exchange is highly dependent on integrity and trust in the Exchange and the market's duties and function. The Exchange finds that a continuing listing of the Company's shares without the Company complying with its financial reporting obligations as a stock exchange listed company is of more disadvantage to the Exchange and the market's duties and function than a delisting will have for the shareholders of the Company.

An important part of a listing is the publication of financial information from the Company to its investors, which in this case are the shareholders. The release of financial information from a company with listed securities must be organized and predictable. When the Company fails to comply with the regulatory framework that is intended to regulate such timely flow of information, this contributes to a reduced value of the listing for the shareholders. Given the Company's outstanding and delayed financial reporting, the listing does not provide the shareholders with the protection it is intended to give.

In addition, the Oslo Stock Exchange notes that when the audited annual report for 2016 was published on 8 December 2017, the auditor was not able to give an opinion on the financial statements due to it not being able to obtain sufficient and appropriate audit evidence to provide a basis for an audit opinion. The Exchange finds this concerning, and considers that it reduces the value of the audited financial reporting for the shareholders. The Exchange would in this regard like to emphasize that the concern is not related to the auditor giving a qualified opinion or an audit opinion containing emphasis of matters, as this is often the case for companies with financial difficulties. The concern of the Exchange is related to the fact that the auditor was not able to provide an audit opinion as such.

The Company has stated that the trading in the share has been halted for a longer time period which limits the risk for trading based on wrongful information. In this regard, the Exchange would like to point out that suspension of trading is regarded as a temporary measure and generally not considered suitable to be in effect over a long time period as has been done in this case. Furthermore, the Exchange would like to emphasize that the suspension of trade is used by the Exchange as a temporary measure with the aim of the Company correcting the ongoing violations of the mandatory financial reporting. A suspension of trade is accordingly not a valid reason for continuing a listing where the Exchange considers that the issuer is not suitable for listing.

As mentioned above, the Exchange is further of the opinion that the Company has been given a reasonable period of time to correct its violations of mandatory financial reporting and demonstrate that they will comply with its obligations as a listed company going forward, cf. section 15.1 (5) of the Continuing Obligations.



Following an overall assessment of the above, the Exchange is of the opinion that the Company's shares are not suitable for listing on the Oslo Stock Exchange. In this assessment, the Exchange has emphasized the repeated and ongoing breaches of the rules on mandatory financial reporting. Furthermore, the Company has not been able to show specific measures implemented by the Company that will secure compliance with the rules going forward. The Exchange's trust in the Company's assurances of future reporting is also weakened.

The Oslo Stock Exchange's assessment is that this, combined with the extensive violations of the financial reporting rules, implies that there is a non-insignificant risk of future breaches of the financial reporting rules. At the same time, and as stated above, the Exchange believes that delisting will not cause material disadvantage for the shareholders or for the market's duties and function. This supports the Exchange's conclusion that the Company's shares are not suitable for listing on the Oslo Stock Exchange. The Exchange does not consider any other available types of reactions pursuant to chapter 15 of the Continuing Obligations appropriate in this case. The Exchange has therefore resolved to delist the Company from trading on the Oslo Stock Exchange.

When determining the date for delisting, the implementation date for delisting shall in accordance with section 15.1 (7) of the Continuing Obligations and the Exchange's practice give the Company and its shareholders a reasonable period to adjust to the fact that the Company's shares no longer will be listed on the Exchange. The delisting will accordingly be implemented from and including 30 April 2018. The last day of listing will be 27 April 2018.

Based on the above, the Oslo Stock Exchange has on 16 February 2018 passed the following resolution:

*"The Oslo Stock Exchange considers that the EMAS Offshore Limited, issuer of shares with ISIN SG1AD2000008, is not suitable for listing on the Oslo Stock Exchange, and has resolved to delist the shares from trading, cf. section 15.1 of the Continuing Obligations and section 25 (1) the Stock Exchange Act. The last listing date for the Company's shares will be 27 April 2018."*

## **2.2.2 EMAS Offshore Limited – Børsklagenemndens vedtak, 2018**

### **BØRSKLAGENEMNDEN – SAK 1/2018**

Avgjørelse 18. april 2018 av klage fra EMAS Offshore Limited over Oslo Børs ASAs vedtak 16. februar 2018 om å stryke Selskapets aksjer fra notering på Oslo Børs, jf. børsloven § 25.

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

Oslo Børs ASA (heretter «Oslo Børs» eller «børsen») fattet 16. februar 2018 følgende vedtak:

«The Oslo Stock Exchange considers that the EMAS Offshore Limited, issuer of shares with ISIN SG1AD2000008, is not suitable for listing on the Oslo Stock Exchange, and has resolved to delist the shares from trading, cf. section 15.1 of the Continuing Obligations and section 25 (1) the Stock Exchange Act. The last listing date for the Company's shares will be 27 April 2018.»

EMAS Offshore Limited (heretter «Selskapet», «EMAS» eller «klager») påklaget vedtaket i brev 5. mars 2018. Klagen er rettidig fremsatt.

Oslo Børs har ikke funnet grunn til å omgjøre vedtaket. Saken ble ved brev 21. mars 2018 oversendt Børsklagenemnden for behandling sammen med børsens merknader til klagen, jf. børsforskriften § 37 sjettede ledd og forvaltningsloven § 33 fjerde ledd.

Klager innga 2. april 2018 merknader til børsens oversendelse. Børsen innga 5. april ytterligere merknader i saken.

Børsklagenemnden har behandlet saken i møte. Ved behandlingen deltok Christian Lund (leder), Espen Klitzing, Jøril Mæland, Knut Bergo og Kristine Ryssdal.

## **2 Om selskapet**

EMAS Offshore Limited driver med offshoretjenester. Selskapet har hovedkontor i Singapore, og er notert for handel både ved Oslo Børs og Singapore Stock Exchange. Selskapet har vært notert ved Oslo Børs siden 3. oktober 2007, opprinnelig under navnet EOC Limited.

Selskapet inngår i en konserngruppe der Ezra Holdings Limited («Ezra») er holdingselskap for bl.a. EMAS. Ezra eier 75,25 % av aksjene i EMAS.

Selskapet har avvikende regnskapsår som avsluttes 31. august.

## **3 Saksforholdet**

Den 14. juli 2016 opplyste selskapet til markedet at det var i en finansielt utfordrende situasjon, og at det var i kontakt med ulike parter for å løse situasjonen.

Den 10. august 2016 sendte børsen et brev til EMAS om at Selskapets aksjer da hadde vært notert til aksjekurs under NOK 1 siden 15. desember 2015, en periode på over seks måneder. Børsens løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper («Løpende Forpliktelser») punkt 2.4, krever at selskapet iverksetter tiltak dersom kursen har vært under NOK 1 over en periode på mer enn seks måneder. Slike tiltak må iverksettes senest fire måneder etter utløpet av en slik seksmånedersperiode. Selskapet ba om en utsettelse av fristen til 21. desember 2016, da det var planlagt en generalforsamling. Børsen godtok dette. 11. november 2016 ba Selskapet om ytterligere en utsettelse til 30. juni 2017, noe børsen godtok.

Den 30. oktober 2016 publiserte Selskapet en ikke-revidert kvartalsrapport for 4. kvartal 2016 (1. juni – 31. august 2016). Kvartalsrapporten inneholdt foreløpige tall for hele 2016. Tallene for 4. kvartal 2016 ble korrigert 29. november 2016 som følge av ytterligere nedskrivninger.

Den 10. januar 2017 offentliggjorde Selskapet en ikke-revidert kvartalsrapport for 1. kvartal 2017 (1. september – 30. november 2017). Fristen for offentliggjøring av kvartalsrapporter var frem til 31. desember 2016 senest to måneder etter kvartalsperiodens utgang, se dagjeldende verdipapirforskrift § 5-5. Bestemmelsen ble opphevet med virkning fra 1. januar 2017, men på grunn av EMAS' avvikende regnskapsår var Selskapet forpliktet til å offentliggjøre kvartalsrapport også for 1. kvartal

2017. Både kvartalsrapporten for 4. kvartal 2016 og rapporten for 1. kvartal 2017 ble offentliggjort innen fristen i verdipapirforskriften § 5-5.

I henhold til verdipapirhandelloven § 5-5 skulle det reviderte årsregnskapet for 2016 (1. september 2015 – 31. august 2016) offentliggjøres senest fire måneder etter regnskapsårets slutt, det vil si 31. desember 2016. Den 10. januar 2017 varslet Selskapet markedet om at det ved årsskiftet ikke hadde vært i posisjon til å offentliggjøre regnskapet innen fristen, men at Selskapet forventet å offentliggjøre regnskapet 7. februar 2017.

I børsmelding 7. februar 2017 varslet Selskapet en ny utsettelse av offentliggjøring av årsregnskapet for 2016, nå til 9. mai 2017.

I børsmeldingen 17. februar varslet Selskapet at det hadde bedt sine långivere om en ytterligere utsettelse på 60 dager til å ferdigstille de endelige avtalene om refinansiering av selskapet.

20. februar 2017 ble Selskapet underlagt særlig observasjon etter Løpende Forpliktelser punkt 14.4.

Finanstilsynet vedtok 5. mars 2017 suspensjon av handelen i Selskapets aksjer, jf. Løpende Forpliktelser punkt 14.3 og børsloven § 25 tredje ledd. Bakgrunnen var den manglende offentliggjøringen av Selskapets årsrapport for 2016. Tilsynet ba børsen suspendere handelen umiddelbart. Suspensjonen står fortsatt ved lag.

Da suspensjonen ble iverksatt, ble det vist til to nylige børsmeldinger. 28. februar 2017 hadde Selskapet under henvisning til Finanstilsynets rundskriv uttrykkelig vist til risikoen for at EMAS' aksjer ville bli strøket fra notering på både Oslo Børs og Singapore Stock Exchange. 2. mars 2017 varslet Selskapet om en forsinkelse i ferdigstillingen av refinansieringsprosessen. I tillegg inneholdt varselet opplysninger om at tilknyttede selskaper hadde søkt konkursbeskyttelse. Selskapet gjentok at det var usikkerhet knyttet til fortsatt drift og det ble gitt en advarsel til aksjeeierne om handel i selskapets aksjer siden utfallet av refinansieringsprosessen var usikkert.

Selskapet søkte på bakgrunn av det ovenstående om frivillig suspensjon fra handel ved Singapore Stock Exchange. Suspensjonen står fortsatt ved lag.

23. mars 2017 ila Finanstilsynet EMAS et overtredelsesgebyr for oversittelse av fristen til å publisere årsrapporten for 2016.

Selskapet annonserte i en børsmelding 4. april 2017 at en kvartalsrapport for 3. kvartal 2017 (1. mars – 30. mai 2017) ville bli publisert 7. juli 2017, og at en kvartalsrapport for 4. kvartal, inkludert foreløpige tall for hele 2017, ville bli publisert 20. oktober 2017.

Oslo Børs møtte Selskapet i Singapore i mai 2017. Selskapet ble oppfordret til å opprettholde den finansielle rapporteringen og til å presentere spesifikk informasjon om hvordan Selskapet igjen ville etterleve informasjonspliktene. Etter møtet kontaktet børsen Selskapet på e-post 8. mai 2017, der muligheten for strykning ble understreket og det ble anmodet om en oppdatering hva gjaldt offentliggjøring av revidert årsrapport for 2016 og halvårsrapporten for 2017.

I svar 15. mai 2017 understreket EMAS at den finansielle rapporteringen ville gjenopptas umiddelbart dersom det ble oppnådd en løsning med Selskapets långivere.

I børsmelding 5. juli 2017 annonserte selskapet at det likevel ikke ville bli publisert en kvartalsrapport for 3. kvartal. Det ble gjentatt at foreløpige tall for regnskapsåret 2017 ville bli publisert 20. oktober 2017. For øvrig ble det opplyst at det var usikkert når og i hvilket omfang Selskapet ville være i stand til å offentliggjøre disse og fremtidige finansielle rapporter, men at ytterligere oppdateringer ville bli gitt når det var relevant.

Den 31. august 2017 varslet Selskapet at det hadde inngått et bindende «term sheet» med en gruppe investorer som ledd i restruktureringen av EMAS-konsernet. Det ble samtidig varslet at det ikke var sikkert eller garantert at avtalene ville bli inngått eller at restruktureringen ville bli gjennomført overhodet. Selskapet varslet også at det hadde søkt om konkursbeskyttelse under singaporsk rett. I forkant av Selskapets melding 31. august 2017, var børsen i dialog med Selskapet om offentliggjøring av revidert årsrapport for 2016 og halvårsrapport for 2017. I denne forbindelse erklærte Selskapet at disse ville bli publisert «within due course» i og med at en finansiell løsning syntes å kunne nås snart.

Ytterligere informasjon om «term sheet» ble offentliggjort 4. september 2017. Det ble samtidig annonsert at Selskapet hadde til formål å gjennomføre en restrukturering som involverte en «scheme of arrangement» i Singapore og utstedelse av nye aksjer til potensielle investorer.

Børsen tok 15. september 2017 på ny kontakt med Selskapet siden det ikke var offentliggjort ny finansiell rapportering. Børsen signaliserte at strykningsprosessen ville settes i gang igjen som følge av bruddene på periodisk informasjonsplikt. Børsen ba om spesifikke tidsangivelser for når rapportering i samsvar med regelverket igjen ville skje, og anbefalte Selskapet å offentliggjøre den reviderte årsrapporten for 2016 innen 25. september 2017.

Selskapet svarte i en e-post 22. september 2017 at det fortsatt arbeidet med en finansiell restrukturering som ikke foreløpig ga noen definitive løsninger. Selskapet erklærte at det hadde som formål å publisere den reviderte årsrapporten for 2016 innen 8. desember 2017.

Den 5. oktober 2017 publiserte Selskapet en børsmelding der det blant annet opplyste at kvartalsrapporten for 4. kvartal 2017 (1. juni – 31. august 2017) ville bli publisert 30. november 2017, og at kvartalsrapporten for 1. kvartal 2018 (1. september 2017 – 30. november 2017) ville bli publisert 12. januar 2018.

I e-post 17. oktober 2017 ba Oslo Børs om opplysninger om når halvårsrapporten for 2017 og den reviderte årsrapporten for 2017 ville bli offentliggjort. Selskapet svarte 21. oktober at det ikke planla å offentliggjøre en halvårsrapport og at det regnet med en forsinkelse på årsrapporten på et par måneder. Børsen svarte 23. oktober 2017 og ga Selskapet en frist til 8. desember 2017 med å rette bruddene på informasjonspliktene knyttet til årsrapporten for 2016 og halvårsrapporten for 2017, jf. Løpende Forpliktelse punkt 15.1 (5). Børsen understreket at det ikke ville bli gitt mer rom for brudd på obligatoriske rapporteringsplikter. Børsen informerte om at fremtidige brudd på kravene til

finansiell rapportering ville bli møtt med reaksjoner fra børsen, som kunne resultere i strykning av Selskapets aksjer fra notering.

I børsmelding 30. november 2017 publiserte Selskapet en oppdatert finansiell kalender. Her fremgikk det at kvartalsrapporten for 4. kvartal ville bli publisert 22. desember 2017. I tillegg fremgikk det at Selskapet 6. desember 2017 ville publisere en revidert årsrapport for 2016 og at halvårsrapporten for 2017 ville bli publisert 8. desember 2017. 6. desember 2017 opplyste Selskapet i en børsmelding at det var en forsinkelse i ferdigstillingen av årsrapporten for 2016, og at det var ventet å få denne ferdigstilt i løpet av noen dager.

Den 8. desember 2017 ble Selskapets reviderte regnskap for 2016 (1. september 2015 – 31. august 2016) offentliggjort. Dette var mer enn elleve måneder etter regnskapet skulle ha vært fremlagt, jf. verdipapirhandelloven § 5-5. Av revisoruttalelsen om regnskapet fremgikk det at revisor ikke hadde kunnet innhente tilstrekkelig grunnlag for å uttale seg om regnskapet. Revisor ga derfor ingen uttalelse.

Den 11. desember 2017 annonserte Selskapet at «term sheet» var blitt terminert 9. desember 2017. Samme dag hadde selskapet inngått et nytt «term sheet» med en ny tredjepart, Baker Technologies («BTI»), om en kontantinvestering på USD 50 millioner. Det ble også annonsert at Selskapet og enkelte av dets datterselskaper hadde bedt om en «scheme of arrangement» med formål om å oppnå en løsning med kreditorene i forbindelse med en restrukturering. Selskapet understreket at det ikke var sikkert at det ville bli inngått noen endelige avtaler.

Selskapets halvårsrapport for 2017 (1. september 2016 – 28. februar 2017) ble offentliggjort 13. desember 2017. Dette var mer enn sju måneder senere enn regnskapet skulle ha vært fremlagt, jf. verdipapirhandelloven § 5-6. Videre ble det samme dag publisert en børsmelding om at Selskapet arbeidet med ikke-revidert finansiell rapportering for andre halvår 2017 i tillegg til den reviderte årsrapporten for 2017.

I e-post 2. januar 2018 ba Oslo Børs om en oppdatering fra Selskapet om publisering av årsrapporten for 2017. Selskapet svarte 5. januar at det arbeidet med Selskapets revisor om publisering av rapporten så snart som mulig. Selskapet ba om å kunne oppdatere markedet og Oslo Børs i starten av februar 2018, da det ville være mer klarhet i restruktureringsprosessen.

9. januar 2018 sendte Oslo Børs en e-post til Selskapet der det ble informert om at børsen ville vurdere bruddene på den obligatoriske finansielle rapporteringen og usikkerheten om fremtidig rapportering.

Børsen sendte 11. januar 2018 EMAS et forhåndsvarsel om strykning av Selskapets aksjer fra notering, med svarfrist 29. januar 2018. Selskapet innga kommentarer til forhåndsvarselet på fristdagen.

Selskapet publiserte 19. januar 2018 en oppdatering om restruktureringsprosessen i Singapore. To kreditorer hadde uttrykt at de ikke aksepterte den foreslåtte restruktureringen. Videre ble det opplyst at det var berammet rettsmøte 19. mars 2018 om Selskapets forslag til en ordning, og at

selskapet var i diskusjoner med de relevante kreditorene og investorene for å oppnå konsensus om et revidert forslag.

En trykt versjon av årsrapporten for 2016 ble publisert 26. januar 2018.

Den 30. januar 2018 opplyste Selskapet til børsen at et innledende rettsmøte om «Scheme Application» var blitt fremskyndet fra 22. februar 2018 til 1. februar 2018.

Børsens vedtak, gjengitt foran, ble fattet 16. februar 2018.

Under klagebehandlingen har selskapet opplyst at det 13. februar 2018 ble oppnådd «in-principle support» fra Singapore Principal Lenders til et revidert restruktureringsforslag. Det reviderte forslaget innebærer at BTI skyter inn USD 50 millioner i bytte mot 90 % av aksjebeholdningen i et reorganisert EMAS. EMAS har videre opplyst at det er et vilkår for denne investeringen at EMAS er børsnotert på Oslo Børs og Singapore Stock Exchange.

Selskapet har også opplyst at refinansieringen vil innebære en aksjespleising som vil bringe aksjekursen over NOK 1.

EMAS har under klagebehandlingen også opplyst at Selskapets søknad om konkursbeskyttelse ble behandlet og innvilget 15. februar 2018. Rettsmøtet var opprinnelig berammet til 19. mars 2018. Selskapet har opplyst at ingen av kreditorene representert i møtet motsatte seg konkursbeskyttelse. Konkursbeskyttelsen gjelder i utgangspunktet i fire måneder.

EMAS har også opplyst at Selskapet 15. mars 2018 mottok et oppdatert og forbedret «term sheet» fra BTI.

23. mars 2018 publiserte Selskapet et ikke-revidert årsregnskap for regnskapsåret 2017 (1. september 2016 – 31. august 2017).

#### **4 Rettslig grunnlag**

Børsløven § 25 første ledd, jf. Løpende Forpliktelser punkt 15.1 (1) lyder slik:

(1) Regulert marked kan suspendere eller stryke et finansielt instrument hvis det ikke lenger tilfredsstillende 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.

Børsens Løpende Forpliktelser punkt 15.1 (2) lyder slik:

(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.

Verdipapirhandelloven § 5-5 første ledd første og annet punktum, jf. Løpende Forpliktelser punkt 4.5, lyder slik:

(1) Utstederen skal utarbeide årsrapport i henhold til bestemmelser fastsatt i og i medhold av denne lov. Årsrapporten skal offentliggjøres senest fire måneder etter regnskapsårets utgang.

Verdipapirhandelloven § 5-6 første ledd første og annet punktum, jf. Løpende Forpliktelser punkt 4.3 lyder slik:

(1) Utsteder skal utarbeide halvårsrapport for regnskapsårets første seks måneder i henhold til bestemmelser fastsatt i og i medhold av denne lov. Halvårsrapporten skal offentliggjøres så raskt som mulig og senest to måneder etter regnskapsperiodens utgang.

## **5 Børsens vedtak**

Oslo Børs fattet 16. februar 2018 vedtak som referert under punkt 1. Vedtaket ble i klageomgangen opprettholdt og saken besluttet oversendt Børsklagenemnden 21. mars 2018.

Børsen er av den oppfatning at børsens arbeid med å overvåke at utstedere overholder sine informasjonsplikter er av stor viktighet for markedets integritet. Børsen viser til prisingen av det finansielle instrumentet og betydningen for potensielle investorers beslutninger. Finansiell rapportering er en sentral faktor i informasjonsregimet for børsnoterte foretak, og etter børsens Løpende Forpliktelser punkt 15.1 (2) er brudd på regimet for finansiell rapportering i seg selv ansett å være et grovt brudd på Løpende Forpliktelser.

Etter at regelverket for kvartalsrapporter er endret, anser børsen at de resterende, obligatoriske periodiske informasjonspliktene har blitt enda viktigere for markedsdeltakerne.

Børsen viser til at den finansielle rapporteringen i form av revidert årsregnskap for 2016 og halvårsrapport for første halvår 2017 ble forsinket med henholdsvis 11 og 7 måneder. Dette innebar at det ikke ble gitt reviderte regnskapsopplysninger mellom årsrapporten for 2015, offentliggjort 30. november 2015, og offentliggjøringen av årsregnskapet for 2016 den 8. desember 2017. Børsen viser videre til at det ikke ble gitt noen finansiell rapportering mellom offentliggjøringen av kvartalsrapporten for 1. kvartal 2017 den 10. januar 2017 og den nevnte offentliggjøringen av 2016-regnskapet. Børsen oppsummerer det slik at Selskapet ikke har overholdt krav til finansiell rapportering etter lov og børsregler ved to etterfølgende anledninger. Til dette kommer at forsinkelsene knyttet til 2016-regnskapet og halvårsrapporten for 1. kvartal 2017 medførte at fristen for å publisere en revidert årsrapport for 2017 ble oversittet kort tid etter.

I tillegg viser børsen til at Selskapet har gitt markedet forventninger om frivillig finansiell rapportering, uten at den er kommet innen de varslede datoene.

Børsen anser de suksessive bruddene på pliktene om finansiell rapportering over så lang tid for å være grove. I tillegg har Selskapet nylig oversittet fristen for å offentliggjøre den reviderte årsrapporten for 2017. Selv om siste fristoversittelse så langt ikke er vesentlig, tilsier Selskapets tidligere opptreden etter børsens vurdering at situasjonen ikke vil bli ordnet innen rimelig tid. Børsen bemerker at selv om Selskapets anslag på når årsrapporten for 2017 og halvårsrapporten for 2018 vil

bli levert, overholdes, innebærer det fristoversittelser på henholdsvis fire og to måneder. Børsen er også tvilende til at det er realistisk at EMAS publiserer rapportene innen disse datoene.

Børsen viser i denne sammenhengen til de forsikringene Selskapet ga børsen sommeren 2017 og senere vedrørende den finansielle rapporteringen. Etter børsens oppfatning har Selskapet fått en rekke muligheter til å rette forholdene, uten at Selskapet har fulgt opp innen fristene som er blitt antydnet av Selskapet selv. Børsens tillit til Selskapets løfter om å korrigere lovstridige forhold er derfor vesentlig svekket.

Til Selskapets anførsel om at det har begrensede ressurser, bemerker børsen at selv om dette kan være forståelig, er børsen avhengig av at utstederne har tilstrekkelig kapasitet til å etterleve sine forpliktelser. Børsen viser til børsens opptakskrav om interne rutiner som sikrer at nødvendig informasjon uten ugrunnet opphold blir kjent for ledelsen og de som har ansvar for å informere markedet. Disse kravene gjelder også som løpende forpliktelser. Etter børsens oppfatning er EMAS også gitt en rimelig tidsperiode til å rette bruddene på krav til finansiell rapportering og til å vise at de vil etterleve sine forpliktelser som et børsnotert foretak i fremtiden.

Børsen mener videre at den pågående restruktureringsprosessen, som har påvirket Selskapets evne til å etterleve sine forpliktelser, også fremover vil begrense Selskapets evne til å etterleve pliktene. Børsen viser til usikkerheten beheftet med prosessen, som også er reflektert i en rekke børsmeldinger. Etter børsens vurdering er det risiko for at både rettsprosessen i Singapore og diskusjoner med Selskapets kreditorer vil føre til ytterligere utsettelse i Selskapets anslag for datoer for fremtidig finansiell rapportering. Børsen mener derfor Selskapet ikke har klart å vise en realistisk plan for å etterleve sine forpliktelser fremover.

EMAS har anført at det er i en krevende finansiell situasjon som kompliserer prosessene knyttet til finansiell rapportering. Børsen understreker at reglene for finansiell rapportering gjelder uavhengig av hvilken situasjon utstederen befinner seg i. Børsen mener derfor det ikke er noen grunn til at Selskapet ikke skal etterleve disse forpliktelsene. Børsen bemerker at verdipapirhandelloven ikke inneholder noen hjemmel for å gjøre unntak fra informasjonspliktene. Børsen nevner også at det er en rekke andre selskaper notert på Oslo Børs som har vært gjenstand for restruktureringsprosesser de seneste årene. Generelt har disse vært i stand til å etterleve forpliktelsene sine, og børsen har ikke sett noen tilfeller med like grove fristoversittelser som i saken her.

Siden pliktene tilknyttet finansiell rapportering er sentrale for utstedere, har børsen funnet det nødvendig å vurdere om Selskapet er egnet for videre notering på børsen. Som nevnt over, anser børsen at det foreligger grove brudd på Selskapets plikter til finansiell rapportering, og at Selskapets manglende etterlevelse indikerer at Selskapet ikke vil kunne etterleve forpliktelsene fremover. I tillegg viser børsen til at Selskapet ikke har foretatt seg noe for å sikre en aksjekurs på minimum NOK 1, til tross for flere fristutsettelse fra børsens side.

Børsen bemerker at strykning uten forutgående søknad fra selskapet kun skjer i ekstraordinære tilfeller, men at børsen og Børsklagenemnden tidligere har reagert relativt strengt på forholdsvis



korte fristoversittelser knyttet til offentliggjøring av finansiell informasjon. Oslo Børs viser i denne sammenheng til CanArgo- og Transeuro-sakene fra henholdsvis 2009 og 2014. CanArgo hadde oversittet fristen for offentliggjøring av revidert årsrapport i fire måneder, og oppfylte samtidig ikke minstekravet til aksjekurs. Selskapets vanskelige finansielle situasjon ble ikke hensyntatt i formildende retning.

Transeuro ble strøket fra notering etter en fristoversittelse på nærmere fem måneder for offentliggjøring av revidert årsrapport, i tillegg til at fristen for to etterfølgende kvartalsrapporter var oversittet. Selskapet hadde heller ikke offentliggjort opplysninger om olje- og gassreserver og minimumskravet til aksjekurs var ikke oppfylt. Selskapet hadde ingen realistisk plan for å korrigere overtredelsene. Børsklagenemnden opprettholdt Oslo Børs' vedtak om strykning. Det ble ikke hensyntatt at selskapet var i en krevende finansiell stilling.

Oslo Børs påpeker at det ikke finnes eksempler på like grove fristoversittelser som i saken her.

Oslo Børs har vurdert om det vil være til vesentlig ulempe for eierne av instrumentet eller markedets oppgaver og funksjon å stryke aksjene fra notering, jf. børsloven § 25 første ledd siste punktum, noe som i så fall vil medføre at aksjene ikke kan strykes fra notering. Børsen viser til at det må gjøres en avveining mellom børsens interesser og hensynet til aksjeeierne.

Selskapet har 439 672 754 aksjer fordelt på 963 aksjeeiere. Majoriteten er norske aksjeeiere. I perioden mellom 1. januar 2017 og suspensjonen av handelen i aksjen 3. mars 2017 ble det gjennomført 1 775 handler i 20,5 millioner aksjer med en handelsverdi på NOK 11,3 millioner. I samme periode falt kursen fra NOK 0,79 til NOK 0,29. Selskapets markedsverdi er med siste kursnotering NOK 125 millioner.

Selskapet har fremhevet det store antallet aksjonærer som vil få en «lock-in»-effekt av et strykningsvedtak, og at disse vil være bedre tjent med at Selskapet forblir notert, enn suspendert for handel, gjennom restruktureringsprosessen. Børsen er av den oppfatning at notering generelt vil være til beste for aksjeeierne, som følge av regelverket som sikrer organisert handel. Børsen har merket seg at Selskapet regelmessig oppdaterer markedet ved børsmeldinger om restruktureringsprosessen og antar at aksjeeierne vil få færre oppdateringer etter en strykning. Børsen bemerker også at aksjeeierne vil miste muligheten for å handle i aksjene på et regulert marked, men at dette er av mindre betydning når aksjene uansett er suspendert for handel.

Børsen understreker at handel på et regulert marked forutsetter at en rekke minimumskrav oppfylles for å sikre markedets integritet og tillit. Etter børsens oppfatning vil en videre notering av en utsteders instrumenter på tross av vedvarende brudd på pliktene til finansiell rapportering, være mer uheldig for Oslo Børs og markedets plikter og funksjon enn de ulempene strykning vil få for Selskapets aksjonærer.

Børsen bemerker også at når Selskapet over tid ikke etterlever de periodiske informasjonspliktene og rapporteringen ikke er forutsigbar, reduseres verdien av notering for aksjonærene.

Oslo Børs tilføyer at når den reviderte årsrapporten for 2016 først ble offentliggjort 8. desember 2017, kunne ikke revisor avgi en uttalelse om regnskapet. Revisor viste til at det ikke var tilstrekkelig grunnlag for å avgi en erklæring. Børsen finner dette bekymringsverdig og anser det for ytterligere å svekke verdien av revidert, finansiell informasjon til aksjonærene. Børsen understreker at det bekymringsverdige er at det ikke kunne avgis en uttalelse fra revisor overhodet.

Til EMAS' anførsel om at risikoen for feilprising er mindre når handelen i aksjen er suspendert, påpeker børsen at suspensjon skal være et midlertidig tiltak som ikke er ment å være i kraft så lenge som i saken her. Børsen understreker at suspensjon er et midlertidig tiltak som skal brukes med formål om å få Selskapet til å rette på mangelfulle forhold. Suspensjon er ikke en gyldig grunn for videre notering av en aksje når utsteder ikke er egnet for børsnotering.

Børsen nevner også at Selskapet etter børsens oppfatning har fått rimelig tid til å rette på overtredelsene av reglene knyttet til pliktig finansiell rapportering.

Etter en helhetsvurdering finner børsen derfor at Selskapet ikke er egnet for notering på Oslo Børs. Børsen oppsummerer med å vise til bruddene på kravene til finansiell rapportering og manglende spesifikke tiltak fra Selskapet for å etterleve reglene i fremtiden. Børsens tillit til Selskapets forsikringer knyttet til fremtidig rapportering er også svekket. Børsens vurdering er at dette, i kombinasjon med de omfattende bruddene på plikten til finansiell rapportering, medfører en ikke uvesentlig risiko for fremtidige brudd på reglene om finansiell rapportering. Samtidig mener børsen dette ikke medfører vesentlig ulempe for Selskapets aksjonærer eller markedets oppgaver og funksjon. Børsen mener det ikke finnes andre passende reaksjoner etter Løpende Forpliktelser kapittel 15.

## **6 Klagers anførsler**

Klager har anført at grunnen til at den finansielle rapporteringen ikke har blitt ferdigstilt, er Selskapets finansielle utfordringer. Selskapet anfører at dette ligger utenfor Selskapets kontroll. Videre kunne ikke årsrapporten for 2016 revideres som følge av revisors syn om at det ikke var tilstrekkelig grunnlag for revisor til å uttale seg om Selskapets videre drift. Selskapet har også opplyst at Selskapets arbeidskraft og ressurser har blitt slanket, og at det er prioritert å forfølge en restruktureringsplan for å sikre kontantstrøm for tilbakebetaling av gjeld.

Som nevnt over under omtalen av børsens vedtak, har EMAS bl.a. anført at betydningen av negative eller feilaktige virkninger for prisingen vil være begrenset så lenge handelen i aksjen er suspendert.

Selskapet har også opplyst om hvordan det er arbeidet for å fremskynde restruktureringsprosessen, herunder mulighetene for å avholde rettsmøte om «Scheme Application» i Singapore raskere enn planlagt. I så fall kan et kreditormøte avholdes etter dette, senest tre måneder etter Selskapets inngivelse av kommentarer til forhåndsvarselet. Selskapet viser også til at utfallet av «Scheme Application» vil påvirke revisors bekymringer hva gjelder usikkerheten rundt Selskapets restruktureringsprosess.

Selskapet anfører at dersom det oppnås en enighet med kreditorene om restrukturering som godkjennes av domstolen, som beskrevet innledningsvis, vil Selskapet igjen ha tilstrekkelig økonomi for videre drift.

Selskapet anfører videre at det mest sannsynlige utfallet av en strykning vil være at Selskapet må likvideres. Selskapet viser til at BTIs foreslåtte investering forutsetter at Selskapet er børsnotert. Investeringen er igjen en forutsetning for restruktureringsforslaget som presenteres for kreditorene. Selskapet viser også til at støtten fra de usikrede kreditorene antakeligvis forutsetter at aksjene de får utstedt etter en konvertering av de konvertible lånene fortsatt er notert og kan handles i etterkant av en restrukturering.

I klagen understreker Selskapet at det arbeider tett med revisor for å kunne offentliggjøre finansiell informasjon og har som mål å følge følgende realistiske tidsplan:

- a) kunngjøring av ikke-revidert halvårsrapport for 2017 innen 23. mars 2018
- b) offentliggjøring av revidert regnskap for 2017 innen 26. april 2018
- c) offentliggjøring av årsrapport for 2017 innen 15. mai 2018
- d) kunngjøring av ikke-revidert halvårsrapport for 2018 innen 30. juni 2018

Selskapet presiserer at tidsplanen innebærer en planlagt forsinkelse på to måneder for halvårsrapporten for 2018, men at det er begrunnet i at publisering av opplysningene midt i restruktureringen vil kunne medføre at det oppgis ufullstendig informasjon. Selskapet vil heller publisere halvårsrapporten når hoveddelen av den foreslåtte, reviderte restruktureringsplanen er inngått og tallene kan presenteres for alle aksjonærer, inkludert nåværende aksjonærer.

EMAS bemerker at slike fristutsettelse for selskaper i restruktureringsprosesser ikke er uvanlig for selskaper notert på Singapore Stock Exchange. Selskapet anfører i denne sammenheng at en slik fristutsettelse burde godtas som følge av at den finansielle rapporteringen vil bygge på forutsetninger mv. som vil kunne endre seg drastisk i forbindelse med en restrukturering, noe som vanskeliggjør utarbeidelsen av et rimelig og objektivt anslag over den finansielle stillingen i selskapet. Disse forholdene gjør seg etter klagers oppfatning også gjeldende her, slik at det bør aksepteres en forsinkelse i fremleggelsen.

Selskapet oppsummerer i avsnitt 23 i klagen sitt ønske om å etterleve regelverket i fremtiden, og påpeker at med de positive nyhetene av 15. februar 2018 er Selskapet nå bedre i stand til å sette av nødvendige ressurser til å ferdigstille de nødvendige finansielle opplysningene.

Selskapets oppsummering i avsnitt 23 lyder slik:

«In any event, the Company is committed to comply with the aforesaid timelines to comply with its continuing listing obligation under the NSTA and NSTR and has deployed all available finance staff to finalise and complete financial information for publication. With the announcement of the positive development in relation to the restructuring proposal on 15 February 2018, the Company is in a better position to expedite the work relating to the finalisation of the financial reporting. The Company is confident that with the renewed momentum in relation to its restructuring exercise and the prospect of completing its Revised Restructuring Proposal in accordance with the Court Order to Convene Meeting, the

Company would be able to correct its outstanding breaches in a timely manner and comply with its reporting obligations going forward. In the event that the restructuring progresses smoothly as intended, the compliance breach in terms of publication of financial information, both the past, present and in the future, would be temporary one which is fully capable of being rectified in due course.»

Selskapet anfører videre at børsen og Børsklagenemndens praksis ikke tilsier at det skal skje en strykning i dette tilfellet.

Når det gjelder CanArgo-saken, viser Selskapet til at det er i en prosess for å restrukturere gjelden for å bøte på en utfordrende finansiell situasjon. Til sammenligning viser Selskapet til at CanArgo verken hadde initiert en restrukturering, kunne gi noen realistiske tidsanslag for fremtidig fremleggelse av finansiell informasjon eller mulighet til å innhente finansiering. I Transeuro-saken kunne selskapet ikke forespeile noen positiv fremtidig utvikling som igjen ville gjøre det mulig med finansiell rapportering etter loven. EMAS karakteriserer begge sakene slik at disse dreide seg om permanente finansielle utfordringer, i motsetning til EMAS selv. Selskapet anfører at dets utfordringer er av en midlertidig natur med realistiske muligheter for innhenting av den finansielle situasjonen.

Klager har full forståelse for at børsen må ta hensyn til å sikre et velfungerende marked, men anfører at hensynet til aksjonærene tilsier at det ikke skjer strykning i dette tilfellet, jf. børsloven § 25. Selskapet viser til at strykning vil få en «lock-in»-effekt for de nærmere 1 000 aksjonærene. Fortsatt notering, også suspendert for handel, ville være bedre for aksjonærene i forbindelse med restruktureringsprosessen. Selskapet viste til at Selskapets vanskelige situasjon var midlertidig, mens en strykning vil være permanent.

Videre mener Selskapet at hensynet styrkes ytterligere gitt den fremgangen Selskapet har hatt i restruktureringsprosessen. EMAS viser til en nylig avgjørelse fra Oslo Børs om selskapet Oceanteam. Selskapet viser til at på tross av flere, vedvarende og grove overtredelser av børsreglene fant Oslo Børs ikke grunn til å stryke aksjen fra notering. Hensynet til aksjonærene og obligasjonseiere ble avgjørende, og det burde derfor bli det også for EMAS.

EMAS opplyser avslutningsvis at for å oppfylle kravet om minste aksjekurs på NOK 1, vil det i forbindelse med den foreslåtte investeringen fra BTI skje en aksjespleising for å oppfylle kravet i børsens regler.

For øvrig gjentar Selskapet at det er begrensede risikoer knyttet til en videre notering av Selskapet så lenge handel i aksjen fortsatt er suspendert.

## **7 Børsens merknader til klagen**

Klagen ble oversendt Børsklagenemnden 21. mars 2018 med børsens merknader til klagen.

### **7.1 Etterfølgende faktiske omstendigheter**

Børsen understreker at reglene om finansiell rapportering gjelder uansett hvilken finansiell situasjon utsteder er i. Etter børsens oppfatning kan regnskapene ha økt informasjonsverdi for utsteder med utfordrende økonomi. Under slike omstendigheter er det derfor minst like viktig å oppfylle relevante forpliktelser til finansiell rapportering.

Børsen understreker at selv om det normalt gis noe tid for utstedere til å rette lovstridige forhold og vise vilje til fremtidig etterlevelse, kan ikke dette medføre at den manglende finansielle rapporteringen fortsatt skal unnskyldes med henvisning til restruktureringsprosessen. Børsen gjentar at andre utstedere på Oslo Børs har gjennomgått restruktureringer de seneste årene, men likevel overholdt informasjonspliktene.

Selv om det er redegjort for en viss fremgang fra EMAS, anser børsen at det likevel er en vesentlig risiko for at Selskapet ikke vil lykkes i å ferdigstille restruktureringen innenfor tidsrammen som angis. Børsen viser til at restruktureringer ofte er langvarige og uforutsigbare, og at vilkår og forutsetninger kan endres av ulike grunner. At det er stor usikkerhet knyttet til restruktureringen, underbygges etter børsens oppfatning av at Selskapets refinansieringsplan – basert på det sist inngåtte «term sheet» - ble protestert mot av de største kreditorene så sent som 19. januar 2018.

Børsen er enig i at det er et viktig steg i prosessen at det nå skal avholdes et kreditormøte innen fire måneder, men understreker at kreditorenes enighet fortsatt er nødvendig. I tillegg viser børsen til at konkursbeskyttelsen ble støttet av 30 % av kreditorene, og at det ikke er klart at det vil bli inngått en avtale med kreditorene. I denne sammenhengen påpeker børsen at Selskapet selv i en børsmelding 15. februar 2018 har understreket at det ikke er noen sikkerhet for at det vil bli inngått noen avtaler i forbindelse med restruktureringen.

Selv om Selskapet nå opplyser å ha satt inn alle tilgjengelige ressurser for å få ferdigstilt opplysningene til den finansielle rapporteringen, bemerker børsen at den eneste endringen i Selskapets tidsangivelse er at revidert årsrapport for 2017, som skulle vært levert senest 31. desember 2017, er fremskyndet fra 30. april til 26. april 2018.

Børsen påpeker at Selskapet også sommeren og høsten 2017 argumenterte med at strykning måtte utsettes som følge av Selskapets arbeid med finansiering i forbindelse med restruktureringsprosessen. Etter børsens vurdering er også den nåværende restruktureringsplanen forbundet med en betydelig grad av usikkerhet, og børsen mener det fortsatt er sannsynlig at Selskapet vil fortsette å utsette den finansielle rapporteringen som følge av endringer og utsettelse i restruktureringsprosessen.

## **7.2 Forpliktelse til offentliggjøring av finansiell informasjon**

Børsen knytter enkelte kommentarer til Selskapets tidsplan for ny finansiell rapportering (referert i punkt 6). Til listen bemerker børsen at bokstav a) knytter seg til ikke-pålagt rapportering, mens bokstav c) kun er publisering av en trykt versjon av bokstav b). For børsen er det derfor bare bokstav b) og d) som er relevante. Selskapet tar sikte på å levere revidert årsregnskap for 2017 fire måneder forsinket, og ikke-revidert halvårsrapport for første halvår 2018 to måneder forsinket. Børsen gjentar at den anser disse datoene for å være forbundet med usikkerhet og risiko for ytterligere forsinkelser, både som følge av restruktureringen og som følge av Selskapets tidligere forsikringer overfor børsen. Basert på den tidligere erfaringen kan børsen vanskelig legge vekt på Selskapets løfter og forsikringer om fremtidig etterlevelse etter tidsplanen.

Børsen er videre ikke enig med Selskapet i at publisering av regnskap mv. under restruktureringen kan medføre at det offentliggjøres ufullstendig informasjon. Børsen viser til at selv om regnskapet inneholder anslag for fremtiden, er likevel hovedvekten knyttet til historiske opplysninger som ikke påvirkes av senere omstendigheter. Børsen mener at det tvert om er den unnlatte publiseringen av regnskapsinformasjon som medfører at Selskapets aksjonærer får ufullstendige opplysninger, og at denne ufullstendigheten øker jo lenger offentliggjøringen utsettes. Børsen gjentar at det er en rekke andre utstedere med finansielle utfordringer som likevel har overholdt de periodiske informasjonspliktene. Børsen bemerker også at denne argumentasjonen fra klagers side gir børsen grunn til å tro at Selskapet vil forsinke den finansielle rapporteringen ytterligere i tilfelle det skjer endringer i den antatte tidsplanen for restruktureringen.

Til EMAS' anførsel om at andre selskaper på Singapore Stock Exchange har fått utsettelse når de har vært i lignende situasjoner, understreker børsen at det er norske regler som gjelder for utstedere på norske handelsplasser. Børsen gjentar at verdipapirhandelloven ikke gir hjemmel til å gjøre unntak fra tidsfristene for finansiell rapportering.

### **7.3 Likvidasjon som konsekvens av strykning**

Børsen understreker at Selskapet er gitt mer enn rimelig tid til å rette de løpende lovovertredsene og vise at det i fremtiden vil oppfylle informasjonspliktene. Selskapet ble første gang varslet om mulig strykning i mai 2017, og børsen har fortløpende fulgt opp situasjonen overfor Selskapet frem til vedtaket i februar 2018.

Til Selskapets opplysning om hvor viktig det er for den potensielle investoren at Selskapet fortsatt er notert på en anerkjent handelsplass underlagt og i overensstemmelse med strenge regler og krav til «corporate governance», bemerker børsen at Selskapet har vært i brudd med sine forpliktelser i lengre tid, slik at notering i seg selv ikke kan gi investoren noen trygghet. Børsen gjentar, som i vedtaket, at betydningen av børsnoteringen reduseres når forpliktelsene knyttet til notering ikke overholdes.

### **7.4 Betydningen av manglende oppfyllelse av noteringsvilkår**

Selv om det ikke er avgjørende for strykningsprosessen i dette tilfellet, er det etter børsens vurdering relevant om Selskapet oppfyller børsens noteringsvilkår. Børsen viser til at restrukturingsforslaget vil innebære at investoren får en aksjeholdning på 90 % og at de usikrede kreditorene vil restrukturere gjelden til lån med konverteringsrett. Konsekvensen av restrukturering vil dermed være at andelen aksjer i fri flyt vil være betydelig under noteringsvilkårenes terskel på 25 %.

Børsen nevner også at Selskapet ikke har betalt noteringsavgiften for 2018.

### **7.5 Relevant praksis**

Børsen erkjenner at Selskapet har en klarere plan for finansiell bedring enn det CanArgo og Transeuro hadde, men bemerker at Selskapet på den annen side har fått betydelig lengre tid på seg til å rette opp forholdene og gjenoppta finansiell rapportering. Børsen nevner også at den ikke mener Selskapet har realistiske anslag for fremtidig rapportering, jf. punkt 0.

Til klagers henvisning til Oceanteam-saken understreker børsen at hver sak må vurderes for seg. Konklusjonen i én sak er ikke uten videre relevant i en annen sak. Børsen vil dessuten alltid søke å håndtere overtredelser på annen måte enn ved strykning, noe som også er omtalt i Løpende

Forpliktelser punkt 15.1 (5). Oceanteam ble ilagt et overtredelsesgebyr og det er også Selskapet blitt (av Finanstilsynet). Klager er blitt løpende fulgt opp i lengre tid og er fortsatt i brudd med sine forpliktelser.

Børsen bemerker at hensynet til aksjonærene er vurdert nøye, men at børsen må kunne trekke en grense i tilfeller der selskaper bryter med reglene som skal gi aksjonærene beskyttelsen som er tilknyttet notering. Børsen nevner at dersom den omgjør vedtaket her, vil også andre selskaper med finansielle problemer kunne utsette lovpålagt finansiell rapportering. Som tidligere nevnt, er børsens klare oppfatning at slike utfordringer ikke gir grunn til å utsette finansiell rapportering.

## **8 Klagers merknader til børsens merknader**

### **8.1 Innledning**

EMAS gjentar i merknadene 2. april 2018 hvilken avgjørende betydning en strykning vil få for Selskapets fremtid. Selskapet ber derfor om en siste utsettelse til å offentliggjøre revidert regnskap for 2017 innen 26. april 2018, årsrapporten for 2017 innen 15. mai 2018 og den ikke-reviderte halvårsrapporten for 2018 innen 30. juni 2018.

### **8.2 Etterfølgende hendelser siden klagen ble inngitt**

Selskapet arbeider videre med revisor for å ferdigstille det reviderte regnskapet for 2017 (etter å ha publisert en ikke-revidert versjon 23. mars 2018) og har dedikert ytterligere ressurser til dette, inkludert midlertidige ansettelser. For øvrig er selskapet fortsatt forpliktet til å ferdigstille de ytterligere finansielle rapportene, som angitt i klagen.

Selskapet redegjør noe nærmere for den singaporske «scheme of arrangement», siden de er oppmerksomme på at det ikke finnes et tilsvarende regime i norsk rett. Selskapet understreker at arbeidet over de siste månedene medfører at man nå er i en kritisk periode innenfor «scheme of arrangement». Bl.a. ble det 15. mars 2018 mottatt et endret «term sheet» fra BTI, som bl.a. angir et forbedret restruktureringsforslag til Selskapets kreditorer og som mer detaljert redegjør for restruktureringsmekanismer.

Selskapet fremholder at innvilgelsen av Selskapets søknad om konkursbeskyttelse er et vendepunkt som har gitt fremdriften i restruktureringen en betydelig grad av sikkerhet. Selskapet, og dets største kreditorer, tror det er realistiske muligheter for at Selskapets virksomhet nå blir levedyktig. Selskapet er i dialog med andre kreditorer for å oppnå den nødvendige støtten (75 %) for å kunne fastsette «scheme of arrangement». På bakgrunn av at en slik ordning vil gi kreditorene mer dekning enn ved en likvidasjon, har Selskapet god grunn til å tro at de vil få støtten det trenger.

### **8.3 Konkrete merknader til børsens merknader**

Selskapet understreker at de finansielle problemene ikke er brukt som en unnskyldning. Den finansielle stillingen har medført begrensede ressurser som har gjort Selskapet ute av stand til å produsere regnskaper med den nødvendige presisjonen og sikkerheten som er påkrevd av Selskapets interessenter, og som revisor har kunnet gå god for. Selskapet bemerker videre at selv om det ikke er adgang til å gjøre unntak fra kravet til finansiell rapportering etter verdipapirhandelloven, skal det ikke rapporteres for enhver pris. Selskapet viser til Oceanteam ASA, som 24. februar publiserte foreløpige, ikke-reviderte regnskap for 2017 uten å ha en utpekt revisor. Dette førte til kritikk fra

Finanstilsynet i brev 13. mars 2018 og påfølgende beslutning om suspensjon av handelen i aksjen fra Oslo Børs. Selskapet anfører at eksempelet med Oceanteam viser at offentliggjøring av usikre tall etter omstendighetene kan føre til mer skade for handelen og markedsaktørene enn det forsinkelser i offentliggjøring vil gjøre.

Selskapet imøtegår børsens vurdering av mulighetene for at restruktureringsprosessen nå vil gå i orden. Selskapet viser til innvilgelsen av konkursbeskyttelsen og de rammene, herunder tidsrammer, den setter for prosessen videre. Dessuten er det av stor betydning at de største kreditorene støtter planen, noe de ikke gjorde tidligere. I det minste er det realistiske muligheter for at planen nå vil få støtte av den nødvendige majoriteten på 75 % innenfor hver kreditorklasse.

Selskapet anfører videre at på bakgrunn av den seneste utviklingen og arbeidet med revisor, vil Selskapet kunne publisere revidert regnskap for 2017, årsrapporten for 2017 og halvårsrapporten for 2018 før gjennomføringene av hoveddelene av restruktureringsplanen. Etterlevelsen av verdipapirhandelloven vil altså ikke lenger være avhengig av Selskapets finansielle løsning, men er et spørsmål om når Selskapet vil være i stand til å ferdigstille revisjonen og forberedelsen av dokumentene.

Til børsens anførsel om at det ikke vil være strykning som er utslagsgivende for at Selskapets restrukturering påvirkes negativt, men i stedet Selskapets manglende finansielle rapportering, understreker Selskapet at børsen ikke er pålagt å forfølge en strykningsprosess. Børsen har på egen hånd iverksatt strykningsprosessen, uten tilstrekkelig hensyntagen til hvordan det vil påvirke Selskapet og dets aksjonærer.

Når det gjelder andelen aksjer i fri flyt i etterkant av restruktureringen, bemerker Selskapet at andre selskaper på børsen har gjennomført restruktureringer med lignende utvanning av eksisterende aksjonærer. Klager understreker også at kravet til fri flyt ikke er en løpende Forpliktelse, og at det er flere selskaper notert på Oslo Børs som ikke tilfredsstillt kravet til fri flyt.

For øvrig opplyser EMAS at noteringsavgiften for 2018 ble betalt 27. mars 2018, på tross av Selskapets utfordrende situasjon, suspensjonen av aksjen siden mars 2017 og den løpende kommunikasjonen fra børsen siden september 2017 om mulig strykning.

Selskapet mener børsens vurdering av hensynet til Selskapets aksjonærer ikke tar tilstrekkelig hensyn til aksjonærene. Klager viser til at aksjonærene nå vil kunne ha realistiske forventninger om at finansiell rapportering igjen vil skje i samsvar med regelverket. Aksjonærene vil også få nytte godt av den organiserte handelen på et regulert marked. Selskapet finner også grunn til å påpeke at ingen av selskapets kreditorer stilte spørsmål ved den manglende finansielle rapporteringen før børsens varsel om mulig strykning. Klager opplyser at Selskapet heller ikke er kjent med at noen aksjonærer har tatt kontakt med Selskapet angående publiseringen av regnskap siden mars 2017. Det er derfor Selskapets oppfatning at det å nekte aksjonærene muligheten til å unngå et fullstendig tap av investeringene vil være svært beklagelig og helt urimelig sett opp mot formålet om å sikre aksjonærenes interesser. Særlig gjelder dette nå når en løsning er i sikte.

## **9 Børsens kommentarer til klagers merknader**



Børsen gjentar og understreker at den er avhengig av å ha utstedere som har tilstrekkelig ressurser og organisering til å oppfylle rapporteringsplikter, både hva gjelder offentliggjøring innen relevante frister, men også på en måte som oppfyller innholdsmessige krav og krav til revisjon. Selv om publisering av finansielle opplysninger frivillig er positivt, kan det ikke erstatte den pålagte rapporteringen.

Etter børsens oppfatning illustrerer Selskapets forsinkede offentliggjøring av regnskapet for 2016 betydningen av å overholde tidsfrister og krav til innhold og revisjon. Da regnskapet ble publisert 11 måneder etter fristen og 16 måneder etter at regnskapsperioden var avsluttet, var informasjonsverdien av regnskapet vesentlig redusert. Informasjonsverdien ble ytterligere redusert av at revisor ikke kunne avgi uttalelse om regnskapet som følge av manglende revisjonsgrunnlag.

At Selskapet ikke har tilstrekkelige ressurser til å overholde sine forpliktelser også i utfordrende tider, understreker etter børsens vurdering hvorfor Selskapet ikke er egnet for notering. Oslo Børs gjentar at den ikke har sett andre selskaper innen bransjen, som også har hatt finansielle utfordringer, overtre sine forpliktelser så grovt og gjentatt som i dette tilfellet.

Børsen kan ikke se hvorfor Oceanteam-saken skal føre til en annen vurdering av Selskapets overtredelser, når Oceanteam fikk skarp kritikk av Finanstilsynet og handelen i aksjen ble suspendert. Børsen har også varslet at den vil revurdere om Oceanteam er egnet for notering. Oceanteam-saken støtter derfor etter børsens oppfatning at Selskapet strykes.

Til Selskapets anførsel om at børsen overdriver risikoen for ytterligere forsinkelser fra Selskapets side, bemerker børsen at Selskapets tidsangivelse allerede innebærer nye brudd på pliktene til finansiell rapportering. Prosessen med restrukturering vil derfor kun få betydning for om forsinkelsene vil bli enda større.

Børsen bemerker at oversittelser av fristene på henholdsvis fire og to måneder for årsrapporten for 2017 og halvårsrapporten for 2018 til sammenligning er dobbelt så lenge som fristene for når Finanstilsynet etter rundskrivet fra 2009 vil iverksette suspensjon i handelen. Børsen redegjør også kort for hvilken praksis det har vært knyttet til dette siden da, og hvordan det illustrerer at Selskapets overtredelser skiller seg klart fra andre selskapers opptreden. En strykning av Selskapet vil derfor ikke være uforholdsmessig eller urimelig strengt.

Børsen vurderer Selskapets nye vurderinger av mulighetene for en løsning av problemene som først og fremst Selskapets egne vurderinger og antakelser. Selv om konkursbeskyttelsen gir et nyttig rammeverk for å løse Selskapets problemer, er det ingen garanti for at utfallet blir en restrukturering innenfor Selskapets tidsplan. Oslo Børs understreker at Selskapet også tidligere i prosessen har gitt børsen forsikringer om at den finansielle rapporteringen ville bli gjenopptatt siden en løsning var nært forestående, uten at dette har skjedd. Børsens tillit til Selskapets løfter og forsikringer om at en løsning vil kunne skje innenfor tidsplanen, er derfor vesentlig svekket. Børsen opprettholder sin vurdering av at det er sannsynlig med ytterligere forsinkelser.

Børsen stiller seg tvilende til om Selskapets opplysning om det endrede «term sheet» sitt vilkår om videre notering er så absolutt som det antydes. Børsen viser til at vilkåret ikke var tema før børsen

vedtok at aksjene skulle strykes fra notering. Under enhver omstendighet understreker børsen at en tredjepart ikke kan diktere premissene for en videre notering i en situasjon der utsteder grovt og gjentatte ganger har overtrådt sentrale informasjonsplikter.

Hva gjelder anførselen om hensynet til Selskapets aksjonærer, er Oslo Børs uenig i dette og viser til vedtakets punkt 6 (referert ovenfor i punkt 0 og også punkt 0). Børsen understreker at det ikke er tilstrekkelig at en strykning vil være negativ for aksjonærene, da dette normalt vil være tilfellet uansett. Børsen understreker også hensynet til markedets tillit og integritet, og betydningen de obligatoriske informasjonspliktene har for denne tilliten og integriteten.

Til klagers anførsler vedrørende betydningen av kravet til fri flyt, bemerker børsen at overholdelse av noteringsvilkår av Børsklagenemden er ansett å være et relevant moment også i strykningssaker, selv om det ikke er strykningss grunn i seg selv. Når det gjelder sammenligningen av utvanningen av aksjonærene med andre selskaper på børsen, bemerker børsen at disse selskapene har fortsatt å overholde sine forpliktelser til finansiell rapportering. Dette har gitt aksjonærene en forutsigbar flyt av regnskapsinformasjon og muligheter for å revurdere sine investeringer.

Børsen påpeker at det er lett for Selskapet å be om et par måneder ekstra, men at prosessen startet allerede i mai 2017. Børsen har fortløpende gitt Selskapet mer tid på bakgrunn av samme argumentasjon, men fastholdt at strykning ville være et mulig utfall om Selskapet ikke rettet opp forholdene. Selskapet har på tross av børsens tålmodighet og oppfølging fortsatt å bryte kravene til finansiell rapportering.

Børsen opplyser for øvrig at det setter pris på betalingen av noteringsavgiften, og at denne vil bli tilbakebetalt i henhold til børsens prisliste, avhengig av Børsklagenemndens avgjørelse.

## **10 Børsklagenemndens bemerkninger**

Børsklagenemnden kan prøve alle sider av børsens vedtak, også det skjønne som Oslo Børs har utvist. Saken skal regulært avgjøres på grunnlag av de saksdokumenter som foreligger når nemnden mottar klagesaken, jf. børsforskriften § 37 sjuende ledd. Dette kan imidlertid ikke være til hinder for at Børsklagenemnden også tar hensyn til etterfølgende omstendigheter, jf. børsforskriften § 37 første ledd, jf. forvaltningsloven § 34 annet ledd.

Børsloven § 25 første ledd, jf. Oslo Børs' Løpende Forpliktelser punkt 15.1 (1) lyder slik:

(1) Regulert marked kan suspendere eller stryke et finansielt instrument hvis det ikke lenger tilfredsstillende 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.

Av Løpende Forpliktelser, punkt 15.1 (2) følger det at dersom et selskap «grovt eller vedvarende [har] brutt bestemmelser i verdipapirlovgivningen eller børsreglene skal dette i alminnelighet anses for å være en særlig grunn som kan tilsi strykning av selskapets aksjer».

Børsklagenemnden finner grunn til å redegjøre nærmere for tilblivelsen av dagens regelverk.

Den tidligere børsloven hadde i § 5-8 første ledd en bestemmelse om at børsen kunne stryke et selskaps aksjer «hvis det ikke lenger tilfredsstillende vilkårene for opptak eller hvis særlige grunner for øvrig tilsier det». Den tilhørende børsforskriften § 25-2 hadde en bestemmelse som i hovedsak tilsvarer Løpende Forpliktelser punkt 15.1 (2), hvorefter «grovt eller vedvarende» brudd på verdipapirrettslig lovgivning i alminnelighet skulle anses for å være en særlig grunn.

De tidligere reglene hadde ikke noen bestemmelse som tilsvarer børsloven § 25 første ledd annet punktum. Dette vilkåret kom inn i regelverket ved vedtagelsen av ny verdipapirhandellov og børslov i 2007, som gjennomførte MiFID i norsk rett. I NOU 2006:3, punkt 7.2.3, er følgende uttalt om de dagjeldende reglene:

Etter norsk rett kan børs og autorisert markedsplass suspendere eller stryke et finansielt instrument fra notering hvis «særlige grunner» tilsier det. Strykning kan også skje der vilkårene for børsnotering ikke lenger er tilstede, jf. børsloven § 5-8. Dette vil åpenbart være en «særlig grunn». Det er i børsforskriften § 25-2 første ledd annet punktum gitt en presumpsjonsregel for når særlig grunn må antas å foreligge for så vidt gjelder strykning.

Etter MiFID artikkel 41 har en børs rett til å stryke aksjer fra handel dersom aksjene «no longer complies with the rules of the regulated market». Unntak gjelder der «such step would be likely to cause significant damage to the investors' interests or the orderly functioning of the market». Om innføringen av denne bestemmelsen i norsk rett uttaler NOU 2006:3, også i punkt 7.2.3, følgende:

Vilkåret savner i dag sitt eksplisitte motstykke i børsloven. Hensynet til investorer og markedets funksjon, må likevel antas å være del av vurderingen «særlige grunner». Utvalget foreslår at direktivets ordlyd «orderly function» gjennomføres ved «markedets oppgaver og funksjon».

I Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) ga departementet sin tilslutning til utvalgets vurderinger og forslag. Departementet foreslo i tillegg at børsen også skulle ha adgang til å stryke aksjer fra notering dersom aksjene «ikke lenger oppfyller markedets regler», jf. punkt 10.2.5 i proposisjonen. Departementets forslag gjenfinnes nå i børsloven § 25 og Løpende Forpliktelser punkt 15.1, gjengitt ovenfor.

I 2014 vedtok EU nytt direktiv og forordning som regulerer markedet for finansielle instrumenter (MiFID II og MiFIR). Finanstilsynet vedtok 4. desember 2017 to forskrifter med tilsvarende regler som MiFID II og MiFIR. I tillegg har Finanstilsynet 20. desember 2017 nr. 2300 fastsatt en forskrift med utfyllende regler til forskriftene. Alle forskriftene trådte i kraft 1. januar 2018.

I forskriften av 20. desember 2017 (heretter omtalt som «Utfyllingsforskriften») er det i artikkel 80 tatt inn en bestemmelse som gjengis i sin helhet:

Omstendigheter som innebærer betydelig skade for investorenes interesser og markedets ordnede virkemåte

(Artikkel 32 nr. 1 og 2 og artikkel 52 nr. 1 og 2 i direktiv 2014/65/EU)

1. Ved anvendelse av artikkel 32 nr. 1 og 2 og artikkel 52 nr. 1 og 2 i direktiv 2014/65/EU skal en suspensjon eller fjerning av et finansielt instrument fra handel anses å kunne være til betydelig skade for investorenes interesser eller markedets ordnede virkemåte under minst følgende omstendigheter:

- a) dersom dette ville skape en systemrisiko som undergraver den finansielle stabiliteten, for eksempel når det er behov for å avvikle en dominerende markedsstilling, eller dersom oppgjørsforpliktelser ikke ville bli oppfylt i et vesentlig omfang,
  - b) dersom fortsatt handel på markedet er nødvendig for å utføre kritiske risikostyringsfunksjoner etter handelen, når det er behov for å avvikle finansielle instrumenter som følge av mislighold hos et clearingmedlem i samsvar med en sentral motparts framgangsmåter ved mislighold, og en sentral motpart ville bli utsatt for en uakseptabel risiko som følge av manglende mulighet til å beregne marginkrav,
  - c) dersom utstederens økonomiske levedyktighet ville stå i fare, for eksempel når den deltar i en foretakstransaksjon eller framskaffelse av kapital.
2. For å avgjøre om en suspensjon eller fjerning vil kunne være til betydelig skade for investorenes interesser eller markedets ordnede virkemåte i hvert enkelt tilfelle, skal vedkommende nasjonale myndighet, en markedsoperatør som driver et regulert marked, eller et verdipapirforetak eller en markedsoperatør som driver en MHF eller en OHF, ta hensyn til alle relevante faktorer, herunder:
- a) markedets relevans med hensyn til likviditet, når tiltakenes følger sannsynligvis blir større på markeder som er viktigere for likviditeten, enn på andre markeder,
  - b) det planlagte tiltakets art, når tiltak med en vedvarende eller varig virkning på investorenes mulighet til å handle med et finansielt instrument på handelsplasser, for eksempel fjerning, sannsynligvis får en større innvirkning på investorer enn andre tiltak,
  - c) følgenvirkningene av en suspensjon eller fjerning av tilstrekkelig tilknyttede derivater, indekser eller referanseverdier som har det fjernede eller suspenderte instrumentet som underliggende eller bestanddel,
  - d) hvordan en suspensjon påvirker interessen til de sluttbrukerne på markedet som ikke er finansielle motparter, for eksempel foretak som handler med finansielle instrumenter for å sikre kommersielle risikoer.
3. Faktorene angitt i nr. 2 skal også tas hensyn til det når en vedkommende nasjonal myndighet, en markedsoperatør som driver et regulert marked, eller et verdipapirforetak eller en markedsoperatør som driver en MHF eller en OHF, beslutter ikke å suspendere eller fjerne et finansielt instrument på grunnlag av omstendigheter som ikke inngår i listen i nr. 1.

Bestemmelsen gjelder etter sin ordlyd ved anvendelsen av MiFID II-direktivet (direktiv 2014/65/EU), som i artikkel 52, punkt 1 har regler tilsvarende MiFID I, artikkel 41 om adgangen til å stryke finansielle instrumenter fra regulert marked (gjengitt ovenfor). Selv om Utfyllingsforskriften ikke spesifikt viser til børsloven § 25 og tilhørende regler, finner Børsklagenemnden det klart at forskriften får direkte betydning også for disse bestemmelsene.

Oslo Børs har i vedtaket ikke vist til Utfyllingsforskriften. Heller ikke EMAS har i klageomgangen gjort det. Børsklagenemnden kommer tilbake til betydningen av dette.

Børsklagenemnden viser særlig til Utfyllingsforskriften artikkel 80, punkt 1 c), der det fremkommer at en strykning av finansielle instrumenter skal anses å kunne være til «betydelig skade for investorenes interesser» dersom «utstederens økonomiske levedyktighet ville stå i fare, for eksempel når den deltar i en foretakstransaksjon eller framskaffelse av kapital». Forskriften bruker begrepet «betydelig skade for investorenes interesser», men Børsklagenemnden kan ikke se at det innebærer noen meningsforskjell fra ordlyden i børsloven § 25 første ledd annet punktum, som referer til «vesentlig ulempe for eierne av instrumentet».

Også dersom selskapet grovt og vedvarende har brutt relevant regelverk knyttet til børsnoteringen – eller ikke lenger fyller vilkårene for en børsnotering – må man vurdere om en strykning vil innebære en vesentlig ulempe for aksjonærene. At ulempen for aksjonærene må være vesentlig, innebærer at de alminnelige konsekvenser og ulemper ved at et børsnotert selskap blir strøket – for eksempel at den løpende rapporteringsplikten blir svekket og at handelen ikke lenger vil skje på et regulert marked – ikke er til hinder for at et selskap strykes fra børsnotering. Ved vurderingen av vesentlighetskriteriet må det legges særlig vekt på kriteriene nevnt i Utfyllingsforskriften artikkel 80, men også andre forhold kan ha betydning.

Etter de ovenstående generelle bemerkningene går Børsklagenemnden over til å vurdere om vilkårene for strykning er oppfylt i denne saken. Nemnden finner det hensiktsmessig å først vurdere om grunnvilkåret i børsloven § 25 første ledd første punktum er oppfylt, før nemnden deretter behandler begrensningen i annet punktum, sett hen til de relevante rettskilder.

Børsnoterte selskapers løpende forpliktelser til å publisere regnskapsinformasjon skal sikre korrekt og oppdatert informasjon til markedet, og er av stor betydning for et velfungerende marked.

Det er ubestridt at Selskapet først offentliggjorde årsregnskapet for 2016 (1. september 2015 – 31. august 2016) den 8. desember 2017. Dette var mer enn elleve måneder etter den lovbestemte plikten etter verdipapirhandelloven § 5-5. Selskapet hadde på det tidspunkt ikke offentliggjort reviderte regnskaper siden årsregnskapet for 2015, som ble offentliggjort 30. november 2015. Det er også ubestridt at Selskapets publisering av halvårsrapporten for første halvår 2017 (1. september 2016 – 28. februar 2017) – som skjedde 13. desember 2017 – var sju måneder etter den lovbestemte plikten etter verdipapirhandelloven § 5-6.

Selskapet skulle videre ha offentliggjort revidert årsregnskap for 2017 (1. september 2016 – 31. august 2017) senest 31. desember 2017. Da børsen fattet sitt vedtak var årsregnskapet fortsatt ikke offentliggjort. Under klageomgangen har Selskapet opplyst at det har som mål å offentliggjøre regnskapet innen 26. april 2018, noe som i så fall vil være nesten fire måneder etter den lovbestemte tidsfristen.

Selskapet har videre plikt til å offentliggjøre halvårsrapport for første halvår 2018 (1. september 2017 – 28. februar 2018) senest 28. april 2018. I følge Selskapets opplysninger i klageprosessen, er

Selskapets mål å offentliggjøre denne rapporten innen 30. juni 2018, noe som i så fall vil være to måneder etter den lovbestedte plikten.

Selskapet har gjort gjeldende at det må tas hensyn til at det er Selskapets vanskelige finansielle situasjon som er grunnen til den manglende finansielle rapporteringen. Dette har medført at det har vært vanskelig for revisor å uttale seg om selskapets regnskaper og fortsatte virksomhet, og at det var en risiko for at regnskaper, dersom de hadde blitt fremlagt, hadde vært misvisende. Samtidig har Selskapet hatt begrensede ressurser til å sørge for ferdigstillelse av regnskapene.

Børsklagenemnden vil til dette påpeke at et selskaps vanskelige økonomiske situasjon ikke kan begrunne at lovpålagte regler om finansiell rapportering ikke blir fulgt. Lovverket gir ingen unntak for rapportering av finansiell informasjon for slike tilfeller. Børsklagenemnden vil tilføye at løpende og oppdatert regnskapsinformasjon er like viktig når et selskap er i finansielle vanskeligheter.

Børsklagenemnden er etter dette enig med Oslo Børs i at EMAS grovt og vedvarende har brutt verdipapirhandelens rapporteringsregler, og at grunnvilkåret for strykning i børsloven § 25 første ledd første punktum er oppfylt.

Som redegjort for over, kan aksjene i EMAS likevel ikke strykes dersom dette «kan ventes å medføre vesentlig ulempe for eierne av instrumentet eller markedets oppgaver og funksjoner», jf. børsloven § 25 første ledd annet punktum.

EMAS har under klagebehandlingen gjort rede for arbeidet med å sikre en restrukturering og en finansiell løsning for Selskapet, samt sine planer for offentliggjøring av regnskapsinformasjon. I klagen uttales det at Selskapet er «committed to the following realistic timelines in consultation with its auditors», med henvisning til planene om å offentliggjøre årsregnskapet for 2017 den 26. april 2018 og det ikke-reviderte halvårsregnskapet for 2018 den 30. juni 2018. Når det gjelder tidsplan og sannsynlighet for å oppnå en enighet om en restruktureringsplan, skriver Selskapet i sine merknader 2. april 2018 følgende:

The Company, as well as its principal lenders, believe that there is now a real prospect of return to viability for the Group's businesses upon the consummation of the Company's financial restructuring and in particular, the Scheme. The Company is in active discussions with various other key creditors to explain the merits of the Scheme and its rationale with a view to garner further support in order to obtain the Requisite Majority. As the recovery via the Scheme provides for higher recovery than otherwise such as in a liquidation scenario, the Company has reasonable belief that support will be received in due course.

Oslo Børs har uttrykt en viss tvil om Selskapet faktisk vil bli enige med sine kreditorer om en restrukturering, samt om Selskapet vil offentliggjøre sine regnskaper i tråd med det som nå er varslet. Også Selskapets egne uttalelser, blant annet gjengitt ovenfor, viser at det foreligger en faktisk og reell usikkerhet om disse forholdene, også på tidspunktet for Børsklagenemndens avgjørelse.

Når det gjelder betydningen av en eventuell strykning av Selskapets aksjer, uttaler Selskapet følgende i sine bemerkninger 2. april 2018:

... the Company wishes to emphasize that the work relating to the restructuring is ongoing with intensive discussions with the major classes of creditors and is anticipated to reach a conclusion by the end of June 2018. The Company maintains its argument that a delisting of the Company's shares at the present crucial time of the restructuring process will most likely result in a collapse of the restructuring and hence the liquidation of the Company, which will render the efforts made so far futile and leave the shareholders of the Company with very little recovery, if any at all. If the Resolution of the Exchange to delist the shares of the Company from trading on the Exchange is upheld by the Appeals Committee, this would effectively deny the Company an opportunity to present its restructuring proposal to its stakeholders at its creditors' meeting expected to be convened by May 2018 and deprive the Company's shareholders an opportunity to decide whether to support the restructuring of the Company or forgo the recovery that is proposed under the restructuring plan.

I sine merknader 5. april 2018 kommenterer Oslo Børs det ovenstående som følger:

The Company has argued that a delisting of the Company will most likely result in a collapse of the restructuring and hence the liquidation of the Company. The Exchange is as accounted for above skeptical to how absolute this condition is to the potential investor, but would in any circumstance point out that a restructuring process is much more complex than this and under any circumstance a result of financial challenges. It is too simple to point to the delisting if the Company becomes subject to a liquidation. A continued listing does not guarantee a successful completion of the contemplated restructuring and neither future compliance by the Company of the rules applicable to issuers on the Oslo Stock Exchange.

Børsklagenemnden har ikke grunnlag for å ha noen oppfatning om hvor vesentlig fortsatt børsnotering vil være for restruktureringsplanen. Nemnden har merket seg at et element i planen innebærer at usikret gjeld skal konverteres til egenkapital, noe som kan tilsa at det vil kunne ha betydning at aksjene de mottar har den likviditet som kan følge av å være notert på en regulert markedsplass.

Børsklagenemnden viser ellers til at Selskapets restruktureringsarbeid nå skjer innenfor rammene av det singaporske gjeldsordningsinstituttet, referert til som et «scheme of arrangement». Dette skjedde 15. februar 2018, noe Oslo Børs var ukjent med da det fattet sitt vedtak 16. februar 2018. Det er også opplyst at det er satt opp en stram tidsplan, som løper frem mot utgangen av juni 2018.

Børsklagenemnden viser også til Utfyllingsforskriften artikkel 80, som innebærer at det må tas særlig hensyn til om EMAS' økonomiske levedyktighet «ville stå i fare» dersom aksjene nå strykes.

Etter en samlet vurdering har Børsklagenemnden kommet til at Selskapets aksjer ikke strykes på nåværende tidspunkt. Det er da særlig lagt vekt på at det fremstår som en reell risiko at en strykning av aksjene vil kunne medføre at Selskapets restruktureringsplan bortfaller og at Selskapet dermed må likvideres. Også det forhold at Oslo Børs ikke har vurdert saken opp mot Utfyllingsforskriftens bestemmelser, tilsier at Oslo Børs' vedtak bør oppheves og strykningen stilles i bero, jf. også den skjønsmessige kompetansen som følger av børsloven § 25 første ledd. Det er også lagt vekt på at

Selskapet har opplyst at den finansielle rapporteringen vil gjenopptas i nær fremtid og at en løsning med kreditorene er forventet innen utløpet av juni.

Børsklagenemnden finner grunn til å tilføye at et selskap som grovt eller vedvarende bryter reglene knyttet til en børssnotering, ikke i lengden kan forvente å få opprettholde en børssnotering av sine aksjer med henvisning til at selskapet vil måtte likvideres dersom aksjene strykes. Det må i hvert enkelt tilfelle foretas en konkret vurdering av om børsloven § 25 første ledd, jf. Utfyllingsforskriften § 80, er til hinder for strykning. Formuleringene i Utfyllingsforskriften artikkel 80 (artikkel 80.1 i Kommisjonsforordning 2017/565) kan indikere at det særlig vil være kortvarige forhold, som at selskapet arbeider med en konkret transaksjon eller kapitalinnhenting, som medfører at en strykning må stilles i bero. Dersom et selskap ikke innenfor rimelige tidsgrenser makter å få en løsning med sine kreditorer, kan det også indikere at problemene knyttet til fremtidig drift skyldes andre forhold enn en mulig strykning av aksjene fra børsen.

Oslo Børs' vedtak blir etter dette opphevet.

Børsklagenemnden fatter etter dette slikt enstemmig

#### **Vedtak**

Oslo Børs' vedtak 16. februar 2018 oppheves.

### **2.2.3 Sequa Petroleum N.V. – Violation of the ABM rules – deregistration of bonds from Nordic ABM, 30.10.2018**

#### **1 Introduction**

The matter relates to whether the convertible bonds issued by Sequa Petroleum N.V. (the “**Company**”) are no longer suitable for listing on Nordic ABM.

The Company published the audited annual report for 2016, cf. section 3.4.7 of the ABM rules, with a delay of six months. As of the date of this letter, the Company has not published the half-yearly report for 2017, which should have been published within 31 August 2017, cf. section 3.4.6 of the ABM rules, the audited annual report for 2017, which should have been published within 30 April 2018, or the half-yearly report for 2018, which should have been published within 31 August 2018.

The question is whether this entails that the Company's bonds are not suitable for listing and accordingly shall be deregistered from trading on Nordic ABM, cf. section 6.1 (1) and (2) of the ABM rules.

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

##### **2.1 About the Company**

The Company's convertible bonds (the “**Bonds**”) with ISIN XS1220076779 was listed on Nordic ABM on 21 January 2016. The Bonds can be converted to shares in the Company at the conditions set out in the bond agreement. The Bonds are also trading on the Frankfurt Stock Exchange.

The Company is an oil and gas company, with its shares listed on Euronext Access Paris with the aim to create value in a cyclical industry through asset acquisition, optimization and monetization, applying



both technical and financial excellence. The strategic focus is on assets with proven resources, current and near term production, and value upsides, pursuing a balanced portfolio in select areas with low marginal cost, exploiting growth potential and synergies. The Company is registered in the Netherlands, with its main office located in London.

On 14 November 2016, the Company announced that there was a delay in the payment of interest on the Bonds due to funding issues under another loan<sup>35</sup>. The Company has subsequently announced more delayed payments and several potential defaults under the Bonds, the latest on 15 May 2018<sup>36</sup>. The Company has been working on a debt restructuring since the beginning of 2017.

The Company's Bonds were suspended from trading from 9 October 2017 pursuant to section 6.3 of the applicable version of the ABM rules at such time. The means of suspension of bonds on Nordic ABM was not passed on when changing the ABM rules in January 2018. The suspension was accordingly lifted on 3 January 2018, when the changes of the ABM rules entered into force. The Bonds were placed on special observation pursuant to section 5.3 of the ABM rules on 26 January 2018.

On 12 October 2018, the Company distributed a notice of an extraordinary general meeting to be held on 19 November 2018.<sup>37</sup> One of the matters on the agenda was a proposal to elect a new auditor for the financial years 2017 and 2018. The Company states in the explanatory notes to the agenda<sup>38</sup> it is stated that the Company has not yet reached agreement with the contemplated new auditor on the terms of their engagement for the audit of the Company's annual accounts for the financial year 2017.

## **2.2 The Company's financial reporting**

The Company published the audited annual report for 2016 on 31 October 2017. Pursuant to section 3.4.7 (1) of the ABM rules, the audited annual report shall be published at the latest four months after the end of the financial year. The Oslo Stock Exchange had granted the Company an extension to publish the audited annual report for 2016 of one month, i.e. the audited annual report should have been published no later than 31 May 2017. The publication of the audited annual report for 2016 was accordingly published with a six months delay pursuant to the deadline in the ABM rules and five months delay taken into account the extension granted by the Exchange.

As of the date of this resolution, the Company has not published the half-yearly report for 2017, which should have been published within 31 August 2017, cf. section 3.4.6 of the ABM rules, the audited annual report for 2017, which should have been published within 30 April 2018, cf. section 3.4.7 of the ABM rules or the half-yearly report for 2018, which should have been published within 31 August 2018.

## **3 Legal background**

Pursuant to section 3.4.7 of the ABM rules, the audited annual financial report shall be made public at the latest four months after the end of each financial year. As stated in the ABM rules section 3.4.6, a half-yearly report or tertial report prepared in accordance with section 3.4.4 shall be made public as soon as possible after the end of the relevant period, but at the latest two months thereafter.

The rules shall secure reporting of the financial situation in the issuer to the investors and other market participants on a regular basis. Financial information is essential for the market's considerations and forms the basis for the investment decisions made by the investors and other market participants, which is reflected in the market's pricing of the relevant financial instrument. A functional financial market is dependent on a steady and diligent flow of information from the issuers to the market which

---

<sup>35</sup> <https://newsweb.oslobors.no/message/413620>

<sup>36</sup> <https://newsweb.oslobors.no/message/451405>

<sup>37</sup> Appendix 1: Notice of extraordinary general meeting

<sup>38</sup> Appendix 2: Explanatory notes to the agenda

again form the basis for an effective pricing of the financial instruments. The quality of the market place is accordingly affected negatively when there is a breach of the elementary rules that shall secure the market participants access to financial information on a regular basis.

The Oslo Stock Exchange may decide that bonds issued by a borrower in certain circumstances shall be deregistered from Nordic ABM, cf. section 6.1 of the ABM rules:

*(1) Oslo Børs ASA may decide that bonds issued by a borrower shall be deregistered if they no longer satisfy the exchange's conditions or if called for on other special grounds. However, Oslo Børs ASA cannot deregister a financial instrument if this can be expected to cause material disadvantage for the owners of the instruments or for the market's duties and function.*

*(2) If the borrower has grossly or repeatedly violated the provisions of these Rules, the general provisions of securities legislation or legal regulations issued pursuant to such legislation, this shall in general be regarded as a sufficient reason that may call for deregistration of the company's bonds.*

*(...)*

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

The Oslo Stock Exchange understands that the reason for the outstanding financial reporting is mainly the challenging financial situation the Company is undergoing.

The Company has stated towards the Oslo Stock Exchange that it will complete its audited annual report for 2017 before the end of 2018<sup>39</sup>. The Company is not able to advise on when the other financial reports will be published. According to the Company, this is dependent on completing the contemplated debt restructuring.<sup>40</sup>

The Company has not argued against a deregistration of the Bonds from Nordic ABM.

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

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

Financial information is a key factor in the information regime for listed companies, and constitutes an important part of the Company's duty to provide correct and updated information to the market. Failure to comply with the financial reporting requirements is in itself considered to be a gross breach of the ABM rules, cf. section 6.1 (2) of the ABM rules.

As accounted for under section 0 above, the Company published the audited annual report for 2016 with a delay of six months pursuant to section 3.4.7 of the ABM rules, which the Exchange considers a significant delay. Furthermore, the publication of the half-yearly report for 2017, the audited annual report for 2017 and the half-yearly report for 2018 are still outstanding. The half-yearly report for 2017 should have been published within 31 August 2017, cf. section 3.4.6 of the ABM rules, and accordingly entails a delay of 1 year and 2 months. The audited annual report for 2017 should have been published within 30 April 2018, cf. section 3.4.7 of the ABM rules, which entails a delay of 6 months. The half-

---

<sup>39</sup> [Appendix 3](#): The Company's comments to the advance notice of delisting of 11 September 2018

<sup>40</sup> [Appendix 4](#): E-mail correspondence between the Oslo Stock Exchange and the Company from 6 October 2017 to 26 April 2018

yearly report for 2018 should have been published within 31 August 2018, which entails a delay of 2 months.

Nordic ABM is not a regulated market pursuant to the Securities Trading Act and the rules for ABM are accordingly determined by the Oslo Stock Exchange. Pursuant to the ABM rules, it is not possible to impose violation charges on issuers that breach the rules. The sanctions that can be implemented are limited to criticism and deregistration. Given the long period of time with repeated violations of the financial reporting rules by the Company, and the fact that the Company is not able to advise on when the financial reporting will recommence completely, the Exchange does not consider criticism an appropriate measure in this case. The Oslo Stock Exchange therefore finds it necessary to consider whether the Company's Bonds are suitable for listing on Nordic ABM.

The breaches of the financial reporting obligations have been persistent for more than a year and the Company is not able to state when the on when it will be able correct all of the ongoing violations and recommence its financial reporting going forward, or when the contemplated restructuring will be completed. Financial information from issuers of bonds is as accounted for under section 3 above, considered essential and represents in many circumstances the majority of information provided by a bond issuer to the bondholders and the market. Given the long period of time the Company has not published any financial reports to the market, the Exchange considers the repeated violations of the rules as gross, section 7.1 (2) of the ABM rules.

The Company has stated towards the Oslo Stock Exchange that it will complete its audited annual report for 2017 before the end of 2018. However, the Company has not stated any specific date for the publication and has not given any guidance as to when the other reports will be published.

The Exchange understands that the Company has been in a challenging financial situation that has contributed to the lack of financial reporting. However, the rules for timely financial reporting in the ABM rules apply regardless of the type of situation the relevant issuer is in. While the potential upside in a bond loan is limited to the conditions of the bond agreement, the downside of the issuer not being able to repay the loan in accordance with the agreed terms will always be present. The Exchange is therefore of the opinion that the financial reports of an issuer in financial distress in many circumstances have more information value than from an issuer that regularly complies with its obligations under the bond agreement.

Pursuant to section 6.1 (1) second sentence of the ABM rules, the Exchange cannot delist a financial instrument if this can be expected to cause material disadvantage for the owners of the instruments or for the market's duties and function. This implies that a wide discretion has to be made as to the reasons for and against deregistration when making the assessment of deregistering a bond loan. The interest of the Exchange and the market in being able to delist issuers which repeatedly and gross violate key reporting rules must be weighed against the bondholders' interest in a continued listing.

An important part of a listing is the publication of financial information from the Company to its investors, which in this case are the bondholders. The release of financial information from a company with listed securities must be organized and predictable. When the Company fails to comply with the regulatory framework that is intended to regulate such timely flow of financial information, this contributes to a reduced value of the listing for the shareholders. Given the Company's outstanding and delayed financial reporting, the listing does not provide the bondholders with the protection it is intended to give.

In addition, there have been no trades in the Bonds registered in the systems of the Oslo Stock Exchange since its date of registration on Nordic ABM on 21 January 2016. This implies a low interest in the registration on Nordic ABM among the bondholders. Furthermore, the Company's Bonds are

also listed on the Frankfurt Stock Exchange, such that the bondholders are able to trade the Bonds on another market place if the Bonds are deregistered from Nordic ABM.

Based on the above, the Oslo Stock Exchange considers that a deregistration of the Bonds is not expected to cause material disadvantage to the Company's bondholders.

Over the past years, deregistration has been carried out in several cases with similar characteristics to this case.

In March 2016, bonds issued by Otium AS were deregistered due to failure by Otium AS to publish its financial reports in accordance with the deadlines in the ABM rules. The company's annual reports had been delayed with 3 and 9 months, respectively and its half-yearly reports with 4 and 2 months, respectively.

In November 2017, bonds issued by Iona Energy Company (UK) Ltd. were deregistered from Nordic ABM after several delays of financial reporting on Nordic ABM. The company's last published annual report was published with a delay of nearly 1 year and several financial reports were outstanding.

Based on the above, the Oslo Stock Exchange considers that a deregistration of the Bonds will not cause any material disadvantage for the bondholders or for the market's duties and function, cf. section 6.1 (1) second sentence of the ABM rules.

Following an overall assessment of the above, the Oslo Stock Exchange considers that the Bonds are no longer suitable for listing on Nordic ABM. The Company has for a long period of time repeatedly violated the rules on mandatory financial reporting and the violations are still ongoing. Furthermore, the Company is not able to advise on when it will be able correct the ongoing violations and recommence its financial reporting going forward. As stated above, the Exchange also considers that a deregistration of the Bonds will not cause any material disadvantage for the bondholders or for the market's duties and function.

The Oslo Stock Exchange has accordingly reached the conclusion that the Bonds are not suitable for listing on Nordic ABM. The Oslo Stock Exchange has on 2 November 2018 therefore made the following decision:

*"The Oslo Stock Exchange considers that the convertible bonds issued by Sequa Petroleum N.V. with ISIN XS1220076779 are not suitable for listing due to repeated and ongoing violations of the ABM rules on financial reporting. The Oslo Stock Exchange has decided to deregister the bonds from Nordic ABM pursuant to section 6.1 (1) and (2) of the ABM rules with effect from 29 November 2018. The last listing date will be 30 November 2018."*

## **2.2.4 Wentworth Resources Plc – Resolution to delist the shares (in the form of registered beneficial interests (deposit rights)), 14.11.2018**

### **1 Introduction**

Advokatfirmaet Thommessen AS has in letter dated 3 October 2018 on behalf of Wentworth Resources Plc (then Wentworth Resources Limited) ("**WRL**" or the "**Company**") applied for delisting of the Company's common shares (in the form of registered beneficial interests (deposit rights)) (the "**Securities**") from the Oslo Stock Exchange in accordance with the Stock Exchange Act section 25 (1),

cf. section 15.1 (4) cf. (1) of the continuing obligations for stock exchange listed companies (the "**Continuing Obligations**").

The Company's common shares have been admitted to trading on the Oslo Stock Exchange since 8 July 2005 (in the form of registered beneficial interests (deposit rights)) and on the AIM Market of the London Stock Exchange ("**AIM**") since 25 October 2011 (in the form of depository interests) (the "**AIM Securities**").

## **2 Background**

In its application, WRL states the following as the rationale for the delisting:

- Being listed on the Oslo Stock Exchange, in addition to being listed on AIM, has not resulted in the intended benefits for the shareholders. Any such benefits no longer outweigh the additional regulatory burdens and the costs associated with the listing on the Oslo Stock Exchange. These factors are a burden on the Company's financial resources and management and are disproportionate to the benefits gained from the listing on the Oslo Stock Exchange, particularly given the size of the Company. The Company has resolved to apply for delisting in order to, inter alia, reduce costs, regulatory burdens of two distinct market practices with differing governance standards and transactional complexity associated with a dual listing on AIM and the Oslo Stock Exchange. Further, due to the listing on AIM, the shareholders will continue to have a liquid trading market for their Securities following the delisting.
- Following the Continuance (as defined below), the Company will not satisfy all of the listing requirements for a listing on the Oslo Stock Exchange, due to (i) that the composition of the board of directors is not compliant with the independence requirement set out in section 2.3.5 (2) of the Oslo Stock Exchange's listing rules nor the requirement set out in the Norwegian Corporate Governance Code of 2014 as, following the date of the Continuance, the board of directors will comprise of eight members, of which three will also be members of the Company's executive management, (ii) that the market value per Security listed on the Oslo Stock Exchange has been below the listing requirement of minimum NOK 10 for more than five consecutive years (ranging between NOK 6 and NOK 2.50), and (iii) that the Company has and will, following the Continuance, have several deviations from the recommendations set out in the Norwegian Corporate Governance Code.

Further, WRL is of the opinion that a delisting will not cause material disadvantage for its shareholders or for the market's duties and function, due to, inter alia, the following:

- The high percentage of the votes represented at the Shareholders' meeting that voted in favor of the delisting, indicates that the majority of the shareholders of the Company do not view the delisting as causing material disadvantage to them.
- The Company will, if the delisting application is approved by the Oslo Stock Exchange, maintain its VPS register for the Securities for at least two years from the effective date of the delisting, as well as accommodate a transfer of the Securities into ordinary shares (or AIM Securities) of the Company, which may be traded on AIM.
- The Company will maintain its listing on AIM, which will continue to provide the shareholders with a liquid trading market for their Securities.
- The Company will cover the costs associated with transferring the Securities listed on the Oslo Stock Exchange to ordinary shares (or AIM Securities), which may be traded on AIM (limited to NOK 650 per shareholder, which is the price payable to the Company's VPS registrar, Nordea, for one such transfer) for a period of six months from the effective date of the delisting.

- The Company will take the necessary steps and work with the VPS registrar to ensure a smooth transition to AIM for shareholders who wish to continue to trade their Securities.
- The Company will, if the delisting application is approved by the Oslo Stock Exchange, upon a request from the Oslo Stock Exchange to this effect, maintain its listing on the Oslo Stock Exchange for a reasonable period of time sufficient to give the shareholders time to divest their Securities listed and traded on the Oslo Stock Exchange if desirable.

The Company plans to change domicile from Alberta, Canada to Jersey, Channel Islands, by seeking continuance of the Company as a company incorporated under the Companies (Jersey) Law 1991 (as amended) under the name "Wentworth Resources Plc" (the "**Continuance**"). The Company will be a direct continuance from Canada under Jersey law with the same assets and liabilities. However, it will operate under a new corporate name, have a new company registration number and registered office, as well as new ISIN, SEDOL and CUSIP codes. At the special meeting of shareholders of the Company held on 2 October 2018 (the "**Shareholders' meeting**") where the resolution to apply for delisting was passed (as further described below in item 3), it was also resolved (with the required two-thirds majority of the votes cast) to make the necessary applications in respect of the Continuance.<sup>41</sup>

Pursuant to the Business Corporations Act (Alberta), the shareholders of the Company were given a right of dissent to the Continuance before the Shareholders' meeting, whereby they could require that the Company at fair value purchase their common shares. Such right of dissent had to be exercised at or prior to the Shareholders' meeting. The Company believes that the market price of a freely tradable share on a liquid stock market is the fair value of such share. Thus, the share price that the Company will offer to pay for each of the dissenting shareholders' shares is the share price of the Company at close of business on 1 October 2018, which was 24.25p/NOK 2.53. As the delisting and the Continuance were both voted on at the Shareholders' meeting and described in the circular which was sent together with the notice of the meeting, the Company is of the view that the shareholders were for all practical purposes given a right of dissent also to the delisting (including a right to request a repurchase of their Securities).

### **3 The outcome of the special meeting of shareholders of the Company held on 2 October 2018**

At the Shareholders' meeting, where 56.82% of common shares and votes in the Company were represented (out of a total of 186,488,465 common shares and votes in the Company), 80.96% of the votes cast voted in favor of the delisting from the Oslo Stock Exchange, and 19.04% voted against.

Out of the 105,955,861 votes cast, 50,494,190 votes were cast by shareholders whose Securities were registered in the VPS. In total 30,329,086 out of these 50,494,190 votes were in favor of the delisting, which is equal to 60.06% of such votes.

110 out of 1,984 shareholders holding shares in the VPS attended, of which six are deemed by the Company to be professional shareholders. As of the date of the Shareholders' meeting, said 110 shareholders held 50,494,190 shares in the Company, representing 27.1% of the total number of shares in the Company as at the date of the Shareholders' meeting and 43.3% of the shares in the Company registered in the VPS.

17 shareholders holding shares in the VPS voted in favor of the delisting and 93 voted against, of which six of the shareholders who voted in favor of the delisting are deemed professional shareholders. As of the date of the Shareholders' meeting, the 17 shareholders who voted in favor of the delisting held 30,329,086 shares in the Company, representing 16.3% of the total number of

---

<sup>41</sup> The Continuance has now been completed in accordance with the resolution.

shares in the Company and 26% of the shares in the Company registered in the VPS as at the date of the Shareholders' meeting. The 93 shareholders who voted against the delisting held 20,165,104 shares in the Company, representing 10.8% of the total number of shares in the Company and 17.3% of the shares in the Company registered in the VPS as at the date of the Shareholders' meeting.

According to the minutes from the Shareholders' meeting, it was noted that one shareholder submitted a late proxy, which was not included in the scrutineer's final vote relating to 1,320,000 common shares that were voted in favor of the delisting. It was noted that one beneficial shareholder had attended the meeting without a letter of corporate representation and was therefore unable to vote their 1,624,163 common shares, which they would have voted against the delisting.

#### 4 Information received from shareholders

The Oslo Stock Exchange has received objections to the delisting from three shareholders of which shareholdings are unknown to the Oslo Stock Exchange. Their arguments against a delisting are the same and are set out below:

- A large number of shareholders and shares voted against the delisting.
- The proposal was poorly justified; one of the reasons was the high cost associated with listing on the Oslo Stock Exchange, without this ever being quantified.
- Listing of the shares on AIM will only entail large transaction costs, poorer minority protection, lack of e-commerce access, reduced reporting requirements, etc.
- The liquidity in the Company's shares on AIM has been moderate and there are few reasons to believe that it will get better with the loss of the Company's many Norwegian shareholders.
- The lapse of the pledge access and hence the financing that many of the Norwegian shareholders are dependent on today, may lead to unnecessary situations of compulsory sale.
- The price of the Company's shares has fallen 20-30% since the proposal for delisting was presented, despite the upturn in the stock market in general in the same period and the significantly improved earnings for the Company, which, under normal market conditions, would indicate a strong upturn.

#### 5 Key figures

Key figures from Shareholders' meeting:

<i>Based on all registered shareholders (VPS and Crest)</i>	<i>Percent</i>	<i>Number of shareholders</i>	<i>Of which deemed professional</i>
Attendance Shareholders' meeting	56.82% of all common shares and votes	Not known	Not known
Votes in favor of delisting	80.96%	Not known	Not known
Votes against delisting	19.04%	Not known	Not known
<i>Based on VPS registered shareholders</i>			
Attendance Shareholders' meeting	43.30% of the shares registered in VPS	110 out of 1 984	6
Votes in favor of delisting	60.06%	17	6
Votes against delisting	39.94%	93	0

### Key figures on share trading and liquidity:

	<i>Average number of shares traded per day</i>				
Period	2014	2015	2016	2017	2018 YTD
OSE	309 728	203 529	233 501	282 741	172 235
AIM	Not avail.	Not avail.	Not avail.	Not avail.	Not avail.

	<i>Average number of trades per day</i>				
Period	2014	2015	2016	2017	2018 YTD
OSE	88	52	50	66	35
AIM	Not avail.	Not avail.	Not avail.	Not avail.	1.4

	<i>Turnover velocity (annualized)</i>				
Period	2014	2015	2016	2017	Sep.18
Company	50.4	31.9	34.8	39.8	16.6
OSE average	52.0	57.1	56.9	46.5	64.6
Ranking (top down)	66	99	99	93	130

	<i>Turnover venue (based on consideration)</i>				
Period				2017	2018 YTD
OSE				96.5%	96.6%
AIM				0.1%	0.2%

## **6 Legal background**

The Stock Exchange Act stipulates at section 25, first paragraph:

*"A regulated market may resolve that a financial instrument is to be suspended from listing or removed from listing if it no longer satisfies the regulated market's business terms or rules, or if other special reasons so warrant. However, a regulated market cannot suspend from listing or delist a financial instrument if this can be expected to cause material disadvantage for the owners of the instrument or for the market's duties and function."*

Furthermore, the Continuing Obligations stipulates at section 15.1, fourth paragraph:

*"The company may apply to Oslo Børs to have its shares delisted if a general meeting has passed a resolution to this effect with the same majority as required for changes to the articles of association. Oslo Børs makes the final decision on delisting. [...]"*

The provisions involve a high degree of discretion. Through former practice, the Oslo Stock Exchange and the Stock Exchange Appeals Committee (the "**Appeals Committee**") (Nw. *Børsklagenemda*) have demonstrated which considerations that are considered relevant for evaluating whether an application for delisting should be approved. Decisions on applications for delisting that are not supported by all shareholders will depend on balancing and evaluating the arguments for and against delisting. What will be key will thus be the company's – represented by the majority's – interest in delisting as against the interests of minority shareholders in the company continuing to be listed. Such evaluations must be made in light of considerations concerning liquidity, the market's duties



and function, and trust in the market. In this context, one possible factor will be whether the company satisfies the conditions for admission to listing.

The Oslo Stock Exchange's practice has assumed that the interests of minority shareholders must be given special consideration in the discretionary assessment of such cases, and a strict practice has been followed. However, the circumstances of each individual case have to be taken into account as part of the overall evaluation.

In 2014, the EU adopted new rules revising the MiFID framework, consisting of a directive (MiFID II) and a regulation (MiFIR). On 4 December 2017, the Norwegian Financial Supervisory Authority adopted two regulations with equivalent rules as MiFID II and MiFIR. In addition, the Norwegian Financial Supervisory Authority has adopted a regulation of 20 December 2017 no. 2300 on supplementing rules to the two aforementioned regulations (FOR-2017-12-20-2300) (the "**Supplementing Regulation**").

Article 80 in the Supplementing Regulation sets out circumstances constituting significant damage to investors' interests and the orderly functioning of the market.<sup>42</sup> It follows from article 80 paragraph 1 that *"a removal from trading of a financial instrument shall be deemed likely to cause significant damage to investors' interests or the orderly functioning of the market"* at least where (a) *"it would create a systemic risk undermining financial stability, such as where the need exists to unwind a dominant market position, or where settlement obligations would not be met in a significant volume"*, (b) *"the continuation of trading on the market is necessary to perform critical post-trade risk management functions when there is a need for the liquidation of financial instruments due to the default of a clearing member under the default procedures of a CCP and a CCP would be exposed to unacceptable risks as a result of an inability to calculate margin requirements"*, and (c) *"the financial viability of the issuer would be threatened, such as where it is involved in a corporate transaction or capital raising"*.

Further, it follows from article 80 paragraph 2 that all relevant factors shall be considered when determining whether a removal is likely to cause significant damage to the investors' interest or the orderly functioning of the market, including (a) *"the relevance of the market in terms of liquidity where the consequences of the action are likely to be more significant where those markets are more relevant in terms of liquidity than in other markets"*, (b) *"the nature of the envisaged action where actions with a sustained or lasting impact on the ability of investors to trade a financial instrument on trading venues, such as removals, are likely to have a greater impact on investors than other actions"*, (c) *"the knock-on effects of a suspension or removal of sufficiently related derivatives, indices or benchmarks for which the removed or suspended instrument serves as an underlying or constituent"*, and (d) *"the effects of a suspension on the interests of market end users who are not financial counterparties, such as entities trading in financial instruments to hedge commercial risks"*.

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

---

<sup>42</sup> According to the provision's wording, it applies to the use of the MiFID II Directive (Directive 2014/65/EU), which in article 52 paragraph 1 has rules corresponding to MiFID I article 41 regarding the opportunity to delist financial instruments from a regulated market (which again was implemented in Norwegian law through the Stock Exchange Act section 25). Although the Supplementing Regulation does not specifically refer to the Stock Exchange Act section 25 and accompanying rules, the Appeals Committee stated in case 1-2018 (EMAS Offshore Limited) that it finds it clear that the regulation is directly relevant also to these provisions.

The Supplementing Regulation implements MiFID II in Norwegian law, hereunder the Commission Delegated Regulation (EU) 2017/565<sup>43</sup>. The Supplementing Regulation article 80 corresponds to the Commission Delegated Regulation article 80. The recital of the Commission Delegated Regulation, which expresses the objectives of the regulation, states in paragraph 116 that "*[i]t is necessary to further specify when a suspension or a removal from trading of a financial instrument is likely to cause significant damages to the investor's interest or to the orderly functioning of the market" and that "[c]onvergence in that field is necessary to ensure that market participants in a Member State where trading in financial instruments has been suspended or financial instruments have been removed are not disadvantaged in comparison to market participants in another Member State, where trading is still ongoing"*.

## **7 Evaluation by the Oslo Stock Exchange of the application for delisting**

The Company has applied for delisting from the Oslo Stock Exchange on the basis of the resolution passed at the Shareholder's meeting where 80.96% of the total votes cast, voted in favor of delisting. The Company's rationale for delisting is the additional regulatory burdens and costs associated with being listed on the Oslo Stock Exchange and that the Company does not satisfy all of the listing requirements for a listing on the Oslo Stock Exchange.

The Oslo Stock Exchange has previously delisted companies on the same basis as WRL states in its application. Reference can be made to Petrobank Energy and Resources Ltd (2008), B+H Ocean Carriers Ltd (2008), Scandinavian Clinical Nutrition i Sverige AB (2009), PA Resources AB (2010), London Mining PLC (2011)<sup>44</sup>, Golar LNG Energy Limited (2011) and Royal Caribbean Cruises Ltd (2015)<sup>45</sup>. Common to all these cases is that the companies in question were listed on another market place besides the Oslo Stock Exchange or Oslo Axess. In its application, WRL states that it will maintain its listing on AIM, which in the Company's opinion will continue to provide the shareholders with a liquid trading market for their Securities.

The Company notes in its application that similar considerations as the Company has pointed out as the rationale for delisting were decisive for the outcome of the Oslo Stock Exchange's resolution to approve the delisting application by Royal Caribbean Cruises. In the resolution to delist Royal Caribbean Cruises, a company listed on both the Oslo Stock Exchange and the New York Stock Exchange, the Oslo Stock Exchange referred to that the New York Stock Exchange is a regulated market place such as the Oslo Stock Exchange, and that a listing solely on the New York Stock Exchange would imply that the company was subject to U.S. securities and stock exchange legislation, which, apart from certain minor deviations, is corresponding or more stringent than the Norwegian rules.

AIM is not a regulated market place such as the Oslo Stock Exchange, but a multilateral trading facility (MTF), with similar level of regulation as Merkur Market. Of all the cases referred to above, the case regarding London Mining is the most comparable to the present case, considering that the alternative market place was AIM and the only case of the abovementioned where the alternative market place was not a regulated market place. Generally, with regard to dual listing companies, and as stated in the Oslo Stock Exchange's resolution to delist Royal Caribbean Cruises, the main rationale for accepting voluntary delistings has been that the shares of the company will have an alternative corresponding trading place providing the shareholders with continuing access to transparent and organized trading following the delisting. The continued listing on another regulated market place will also ensure that the company continues to be subject to stringent securities legislation and stock

---

<sup>43</sup> Commission Delegated Regulation (EU) 2017/565 of 25 April 2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council as regards organizational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purpose of that Directive.

<sup>44</sup> Circulars, decisions and statements 2011, p. 60-61

<sup>45</sup> Circulars, decisions and statements 2015, p. 97-101

exchange rules, including inter alia disclosure requirements and periodic financial reporting obligations.

The Oslo Stock Exchange however resolved to approve London Mining's application for delisting from Oslo Axess. London Mining, which was listed on Oslo Axess and AIM, applied for delisting from Oslo Axess on the basis that it no longer found it suitable to be listed on Oslo Axess, hereunder that the costs associated with being listed on two market places were too high. In its application, the company pointed out that AIM has rules on disclosure of inside information, which the Oslo Stock Exchange referred to in the delisting resolution.

Similarly, WRL has informed that it will continue to be subject to applicable listing rules on AIM, including inter alia requirements of disclosure of inside information, substantial transactions, related party transactions and other corporate actions, as well as periodic financial reporting obligations. The AIM rules also require AIM listed companies to retain a nominated adviser who, as an independent adviser to the company, also owes duties to the London Stock Exchange to ensure compliance with the AIM rules. Further, the Company will be subject to the City Code on Takeovers and Mergers, which is applicable to takeover offers for companies who have their registered offices in the UK, Channel Islands or the Isle of Man and whose securities are admitted to trading on the Main Market, AIM or on a stock exchange in the Channel Islands or the Isle of Man. The City Code on Takeovers and Mergers is designed to ensure that all shareholders are treated fairly and not denied an opportunity to decide on the merits of a takeover, and that shareholders of the same class are afforded equivalent treatment by an offeror.

Although it is not regulated, AIM must, based on the above, be regarded as a market place that serves as a proper alternative to the Oslo Stock Exchange. The fact that the Company will maintain its listing on AIM, thus weighs in favor of accepting a delisting from the Oslo Stock Exchange. Yet, all relevant aspects of the case must be considered in order to determine whether the Company's application for delisting from the Oslo Stock Exchange can be approved.

The Oslo Stock Exchange finds it clear that a delisting of the Company's Securities from the Oslo Stock Exchange cannot be expected to cause material disadvantage for the market's duties and function, cf. the Stock Exchange Act section 25, hereunder cannot be deemed likely to cause significant damage to the orderly functioning of the market based on the circumstances and relevant factors set out in the Supplementing Regulation article 80. It is thus the balancing of the Company's interests against the interests of the minority shareholders that becomes decisive in this case.

London Mining's application for delisting was approved by the Oslo Stock Exchange with reference to (i) the company's listing on another market place where the trading volume was significantly higher than the trading volume on Oslo Axess, (ii) that the company would assist and cover the costs of transferring the existing Norwegian shareholders to CREST, and (iii) that a vast majority of the shareholders voted in favor of delisting from Oslo Axess (99.98%).

In all the above-mentioned cases, the percentage of the shareholding that has voted in favor of the delisting proposal has generally been very high (between 99% and 100% of the votes cast, except for Golar LNG and Royal Caribbean Cruises where 93.46% and 93.2% of the votes cast voted in favor of delisting, respectively). At the same time, the Oslo Stock Exchange has previously delisted companies where the percentage of the shareholding that has voted in favor of the delisting proposal has been lower than in the aforementioned cases. However, none of the companies delisted has had such a low percentage of the shareholding voting in favor of delisting as in the present case. At the Shareholders' meeting of the Company described in item 3 above, 80.96% of the votes cast were in favor of the delisting.

Of previous cases where delisting has been approved, the case regarding Siem Shipping Inc. (2016) had the lowest percentage of shareholding voting in favor of the delisting (83.5% in favor and 16.5% against). In the remaining voluntary delisting cases evaluated by the Oslo Stock Exchange, the percentage (voting in favor) has ranged between the above-mentioned cases and Siem Shipping. Siem Shipping was not listed on any other market place. Although the voting percentage in favor of delisting was low compared to previous practice, the Oslo Stock Exchange approved the company's application for delisting with reference to the high representation of professional shareholders among those who voted against delisting, the very low engagement from the remaining minority shareholders against the delisting, and the low liquidity in the company's shares, which had to be seen in connection with the low number of shareholders and the very limited spread of the shares. Some of the minority shareholders of the company appealed the Oslo Stock Exchange's resolution to the Appeals Committee. The Appeals Committee upheld the Oslo Stock Exchange's resolution.<sup>46</sup> As regards the voting percentage, the Appeals Committee stated that the majority that voted in favor of delisting was lower than in previous cases where delisting has been approved, however, that the difference was marginal, and that the percentage that voted for delisting could not, in isolation, be a decisive factor. Further, that it has not been drawn up a lower limit beyond the required two-thirds majority at the shareholders meeting to apply for delisting. In the present case, the Shareholders' meeting passed the delisting resolution with more than the required two-thirds majority. The Appeals Committee's statement indicates that the voting percentage cannot, in isolation, be a decisive factor against delisting, although it can be one factor that, together with other factors, lead to the conclusion that delisting must be refused.

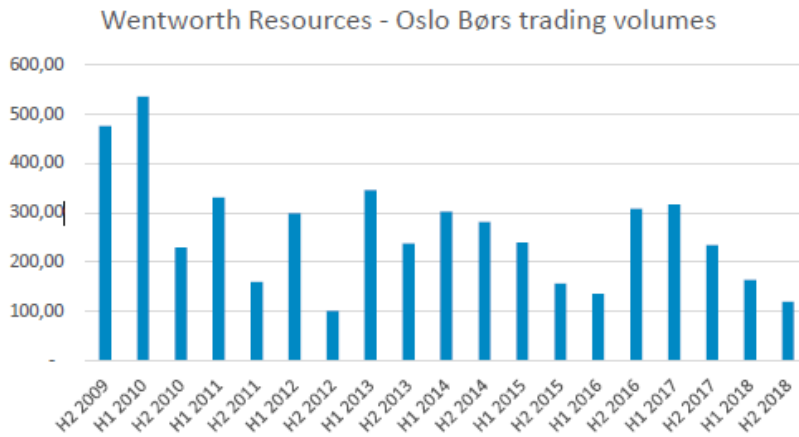
The shareholders who attended the Shareholders' meeting and voted against delisting represent 19.04% of the Company's share capital. The Oslo Stock Exchange finds that the opposition to delisting is considerable from shareholders representing a not insignificant part of the share capital, ref. also the similar statement given by the Appeals Committee in the case regarding Siem Shipping where those who voted against delisting represented 16.5% of the share capital.

Further, reference is made to the details set out in item 3 above regarding the attendance and votes of the VPS registered shares. Of the VPS registered shares, 93 shareholders voted against the delisting proposal (20,165,104 shares representing 10.8% of the total number of shares in the Company). Of the 110 shareholders holding VPS registered shares who attended the Shareholders' meeting, the Company deems six of these to be professional investors, of which all six voted in favor of delisting. Hence, the 93 shareholders holding VPS registered shares who voted against delisting must be deemed as non-professional shareholders. The high number of shareholders with shares registered in the VPS that voted against delisting and the assumption that these are non-professional investors, must be accorded certain weight against delisting in the overall evaluation, even though the number of objecting shareholders is relatively low compared to the number of shareholders holding shares registered in the VPS.

The Company has referred to that trading in the Securities on the Oslo Stock Exchange during the past four years has decreased in volume and in particular since H1 2017, and has provided the following illustration of the trading volumes by number of Securities traded during the period 2009 – 2018 (in thousands):

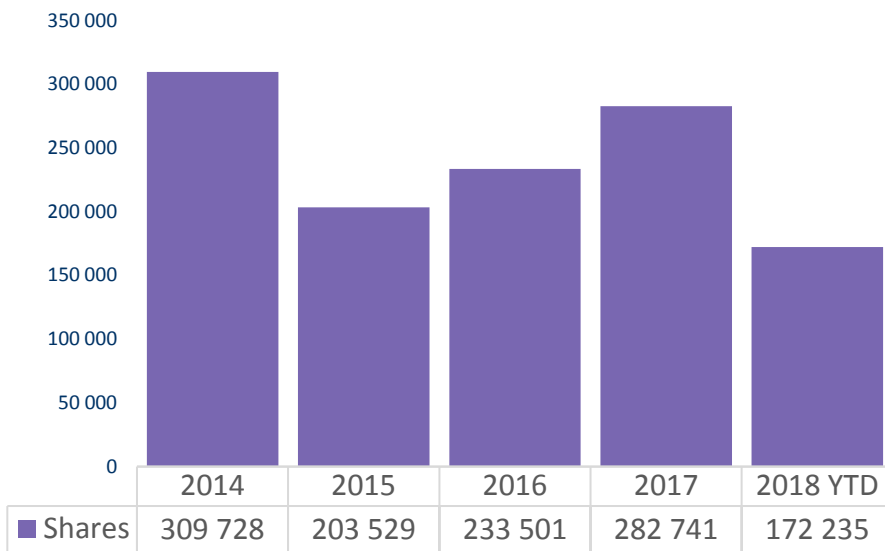
---

<sup>46</sup> Circulars, decisions and statements 2016, p. 41-67



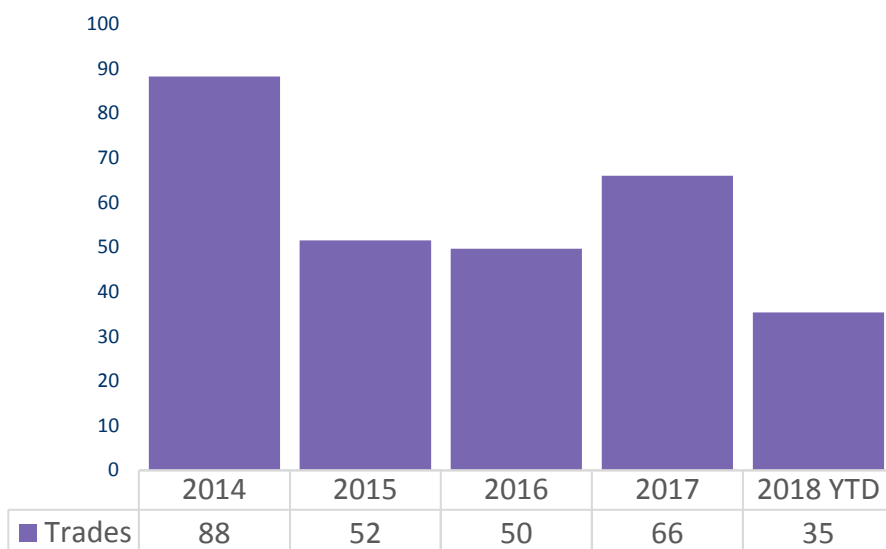
Below follows additional data that has been obtained by the Oslo Stock Exchange:

Average daily number of shares traded on the Oslo Stock Exchange:



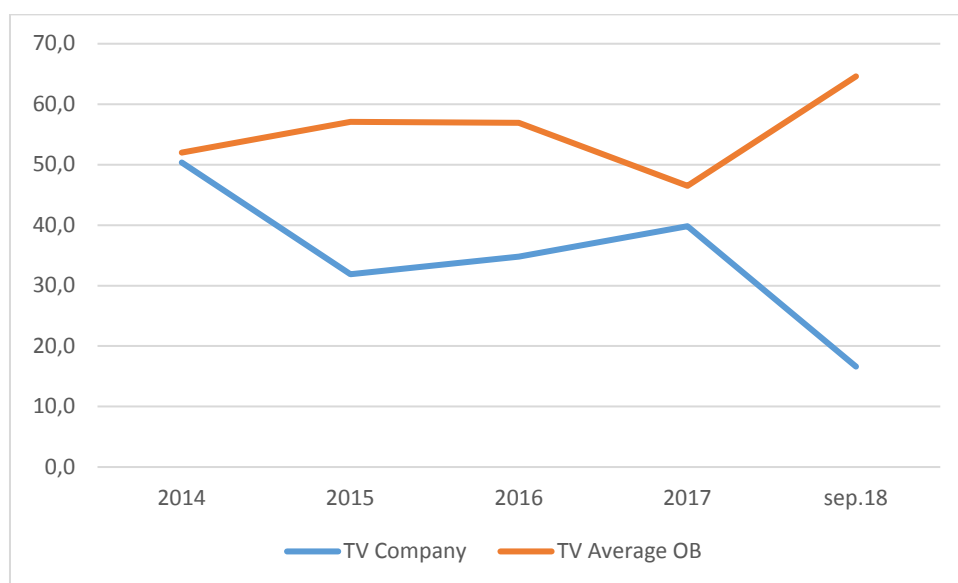
No direct comparison found on londonstockexchange.com for the Company's AIM listing.

Average daily number of trades on the Oslo Stock Exchange:



According to londonstockexchange.com, average daily number of trades on AIM is 1.4 for 2018 YTD.

Turnover velocity (number of traded shares (annualized) as a percentage of the total number of shares in the company) per year/period on the Oslo Stock Exchange ("TV"):



No direct comparison found on londonstockexchange.com for the Company's AIM listing.

Compared to the other companies listed on the Oslo Stock Exchange, the liquidity in the Company's shares cannot be regarded as particularly weak, but rather more average.

As mentioned above, a part of the rationale behind the Oslo Stock Exchange's resolution to delist London Mining from Oslo Axess, was the company's listing on another market place (AIM) where the trading volume was significantly higher compared to the trading volume on Oslo Axess (only 5% of the trading in the company's shares was on Oslo Axess). There was also a substantial higher trading volume in the shares of the relevant companies on the alternative market place to the Oslo Stock Exchange or Oslo Axess in the other mentioned dual listing cases, except for the case regarding Scandinavian Clinical Nutrition (however, the number of shares traded on the Nordic Growth Market in Stockholm was still a bit higher than on Oslo Axess in the months prior to delisting). In the present

case, the shares of the Company is primarily traded on the Oslo Stock Exchange<sup>47</sup> with 96.6 % (2018 YTD) and 96.5 % (2017) while only 0.2 % (2018 YTD) and 0.1 % (2017) is traded on AIM. Considering the fact that the Oslo Stock Exchange has regarded the trading volume on the alternative market place as an important factor in previous cases, it weighs against delisting that the vast majority of WRL's shares is trading on the Oslo Stock Exchange. The relevance of the Oslo Stock Exchange's market shown through the considerably higher liquidity compared to AIM, also implies that the consequences of delisting from the Oslo Stock Exchange are "likely to be more significant" than they would have been on AIM, which indicates that a delisting is "likely to cause significant damage to the investors' interests", cf. the Supplementing Regulation article 80 paragraph 2 (a).

61.8% of the Company's outstanding shares are registered with the VPS, while 36.9% are registered with CREST.<sup>48</sup> Hence, a significant portion of the Company's shares is held in Oslo. In comparison, approximately 92 % of the shares in London Mining were registered with CREST, and only 8% with the VPS.

The Company has informed that it is not aware of any shareholder restrictions preventing the Company's investors from holding investments on markets other than regulated markets, although one investor has confirmed that it will need to move its holding from a European to a UK focused fund to ensure it is investing in line with its mandate.

As mentioned in item 2 above, the Company will maintain its VPS register for the Securities for at least two years from the effective date of the inquired delisting, as well as accommodate a transfer of the Securities listed on the Oslo Stock Exchange into ordinary shares (or AIM Securities) of the Company, which may be traded on AIM. Further, the Company will cover the costs associated with this transfer for a period of six months from the effective date of the inquired delisting. The Oslo Stock Exchange emphasized similar measures towards the shareholders carried out by the companies in its resolutions to delist London Mining and Royal Caribbean Cruises.

In total six shareholders exercised the dissent right (as further described above in item 2) for a total of 2,329,326 common shares in the Company, representing 1.25% of the total number of common shares in the Company. In the Siem Shipping case, the Oslo Stock Exchange did not attach any significant importance in its evaluation to the fact that the shareholders had been offered the opportunity of an exit from their investment in the company, through two different buyback offers. One of the two buyback offers was given at the same time as the publication of the board of directors' delisting resolution to a price equal to market value, and can thus to a certain degree be compared to the present case. The Appeals Committee stated in its resolution that, depending on the circumstances in a case, if the shareholders have been given an exit opportunity, this may be significant to a delisting evaluation. The Appeals Committee was of the opinion that a certain weight had to be attached to the mentioned exit opportunity to market price shortly before the general meeting was held, especially when the liquidity in the trade of the company's shares was low, even though only 6.5% of the shareholders accepted the offer and the offer was given without premium. Considering that the liquidity in the trading of the Company's shares on the Oslo Stock Exchange cannot be regarded as low, the Oslo Stock Exchange does not attach that much weight to the dissent right offered to the Company's shareholders. Besides, the dissent right was offered pursuant to the Business Corporations Act (Alberta) in connection with the Continuance. The Company has argued that the shareholders were for all practical purposes given a right of dissent also to the delisting considering that the delisting and the Continuance were both voted on at the Shareholders' meeting.

---

<sup>47</sup> Data collected from Fidessa Fragmentation Index (<http://fragmentation.fidessa.com/fragulator/>). Based on consideration for the shares. Benchmarking in terms of volume and number of trades yields similar result, although with slightly lower numbers for the Oslo Stock Exchange (however, in any case more than 90 % on the Oslo Stock Exchange).

<sup>48</sup> 2,366,802 shares equal to 1.3% of the total number of outstanding shares in the Company are not registered with CREST or the VPS.

However, it follows from the circular sent together with the notice of the Shareholders' meeting that, inter alia, the dissenting shareholders will not be entitled to be paid for their shares and the shares will not be deemed to be transferred to the Company, if the Continuance is not implemented for any reason. The Oslo Stock Exchange does therefore not agree with the Company that the shareholders for all practical purposes were given a right to dissent also to the delisting, and does not place as much emphasis on the dissent right as it would have done if the Company had offered a "pure" exit opportunity.

As regards to the Company's deviations from the Oslo Stock Exchange's listing requirements, which is claimed to support the resolution by the Shareholders' meeting to delist the Securities from the Oslo Stock Exchange, the Oslo Stock Exchange has not found to be able to place any weight on this in the overall assessment. As to the independence requirement for the board of directors, the Company has referred to that this is a matter which the Oslo Stock Exchange has previously considered to be of importance in the assessment of a company's suitability for listing, cf. *Circulars, decisions and statements 2014, p. 81-82*. This is correct, however, the Oslo Stock Exchange is of the view that this is a matter that cannot be used to strengthen a company's application for delisting, considering that the board composition is something that can easily be changed by the relevant decision-making body in the Company – should this be deemed necessary. In addition, in the case referred to by the Company, the board composition was deemed unsuitable with respect to the independence requirement because it reflected the concentrated ownership in that company (which is not the case for WRL). Besides, the Oslo Stock Exchange often accepts management representation in the board of directors for foreign companies in connection with admission to listing, as this is customary for foreign companies. With regard to the market value of the shares, it is not unusual to not fulfil the listing requirement of minimum NOK 10 per share after the point in time where a company has been listed, ref. also that the requirement pursuant to the Continuing Obligations is minimum NOK 1. Further, deviations from the Corporate Governance Code are permitted as long as the reason for this is explained and what alternative solution the company has selected, cf. the listing rules section 3.4 third paragraph no. 32. For foreign companies with primary listing on the Oslo Stock Exchange, this can be given by reference to the equivalent code of practice that applies in the country where the company is registered, cf. the listing rules section 9.1 second paragraph no. 3.

As at 30 September 2018, the proportion of the Company's share capital registered with the VPS had a market value of approximately NOK 477.4 million, thus exceeding the minimum requirement of a market value in the amount of NOK 300 million. Further, as at 31 August 2018, approximately 92.2% of the Company's shares, as well 91.9% of the proportion of the Company's share capital registered with the VPS, were spread among the general public. The Company's 186,488,465 common shares were as at 31 August 2018 distributed among 2,099 shareholders, of which approximately 986<sup>49</sup> shareholders, and 878 of the shareholders registered in the VPS, held shares with a value of at least NOK 10,000.<sup>50</sup> Based on this and the minor deviations from the Oslo Stock Exchange's listing requirements as mentioned above, the Company must in general be considered as well suited for listing on the Oslo Stock Exchange.

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

---

<sup>49</sup> The Company notes that some shareholders hold their shares in the name of a "nominee" and therefore the number of shareholders may be higher, and that it may be that some of the shareholders having their shares listed on AIM (105) hold shares with a value of less than NOK 10,000.

<sup>50</sup> Both excluding shareholders associated with the Company.



reason to believe that the Company's viability would be threatened by a delisting. Contrarily, the Company has emphasized that, as part of its new corporate strategy, it is vital that the Company is allowed to focus on the UK market and thereby develop a platform for further growth. The Oslo Stock Exchange is not in a position to overrule the Company's own assessment on this point.

The Supplementing Regulation article 80 paragraph 2 (b) refers to "the nature of the envisaged action where actions with a sustained or lasting impact on the ability of investors to trade a financial instrument on trading venues, such as removals, are likely to have greater impact on investors than other actions". In the Oslo Stock Exchange's view, the action, i.e. delisting from the Oslo Stock Exchange, cannot be considered to have "sustained or lasting impact" on the ability of investors to trade the Company's shares on "trading venues", as the investors still will be able to trade the Company's shares on AIM following a delisting from the Oslo Stock Exchange.

The interpretation clause in paragraph 116 of the recital in the Commission Delegated Regulation (EU) 2017/565 as referred to in item 6 above, may indicate that the alternative listing on AIM cannot count in favor of a delisting from the Oslo Stock Exchange because such delisting can be considered to create a disadvantage for the market participants in Oslo where the shares are delisted in comparison to participants in London where trading is still ongoing. However, it must be taken into account that article 80 and its interpretation clause applies to both removal and suspension of financial instruments. In the Oslo Stock Exchange's view, the disadvantage that may arise for the participants in one market in comparison to the participants on another market will be most critical to take into account in the suspension cases where the shares are suspended from trading on only one of the markets, or in removal cases if the shares are removed from the market without admitting the shareholders some time to consider different options. If the Company's Securities are to be delisted from the Oslo Stock Exchange, the effective date of delisting will on the other hand be set after a certain delay in order to give the shareholders time to sell their Securities on the Oslo Stock Exchange prior to the last trading day, or transfer their Securities into ordinary shares held through CREST which may be traded on AIM. Thus, the interpretation clause does not seem to prevent that emphasis is attached to the alternative listing on AIM.

Based on an overall assessment the Oslo Stock Exchange finds to place decisive weight on the Company's continued listing on AIM, as it ensures the shareholders a tradable market for their shares. Further, that the Company has promised to facilitate a transfer of the Securities into ordinary shares (AIM Securities), which may be traded on AIM, as well as cover the costs of such transfer. It is further conceivable that the liquidity in the Company's shares that exists on the Oslo Stock Exchange today will be "compulsory" transferred to AIM as a natural consequence of the abovementioned.

After having considered all aspects of the case, the Oslo Stock Exchange is of the view that a delisting of the Company's Securities cannot be expected to cause material disadvantage for the shareholders of the Company or for the market's duties and function. Thus, the Oslo Stock Exchange has resolved to approve the Company's application for delisting from the Oslo Stock Exchange.

In accordance with the Continuing Obligations section 15.1, seventh paragraph, and the established practice of the Oslo Stock Exchange, the effective date of the delisting is set after a certain delay in order to give shareholders sufficient time to adjust to the fact that the shares will no longer be listed on the Oslo Stock Exchange. Considering that the major part of the liquidity in the Company's shares today takes place on the Oslo Stock Exchange, the Oslo Stock Exchange finds that a period of three months is appropriate, in order to protect the interests of the minority shareholders as well as contribute to a smooth transfer of the liquidity to AIM as possible.

## **8 Resolution**

The Oslo Stock Exchange has on 14 November 2018 made the following resolution:

*"The shares (in the form of registered beneficial interests (deposit rights)) in Wentworth Resources Plc will be delisted from the Oslo Stock Exchange from 14 February 2019. The last day of listing will be 13 February 2019."*

This decision can be appealed to the Stock Exchange Appeals Committee within two weeks, cf. the Stock Exchange Act section 40. The Oslo Stock Exchange notes that the Appeals Committee in case 2/2015 considered a minority shareholder to have the right to appeal (*Nw. rettslig klageinteresse*) in a case concerning delisting of a company from the Oslo Stock Exchange.

### **3 LØPENDE UTSTEDERREGLER**

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

##### **3.1.1 Multiconsult ASA – Likebehandling i forbindelse med tilbakekjøp av egne aksjer, 07.03.2018**

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

Det vises til børsmelding av 16. november 2017 fra Multiconsult ASA («**Selskapet**»), henvendelse av 17. november 2017 fra Oslo Børs («**Børsen**») og Selskapets svar av 20. november 2017.

###### **2. Faktiske forhold**

Selskapet annonserte i en børsmelding 22. september 2017 at man hadde til hensikt å iverksette et tilbakekjøpsprogram på inntil 210.000 aksjer i perioden 22. september - 29. november 2017 med henvisning til vedtak på generalforsamling 11. mai 2017. Formålet med tilbakekjøpet var utelukkende å skaffe til veie aksjer som skulle benyttes i Selskapets aksjekjøpsprogram for ansatte. Det ble i nevnte børsmelding angitt konkrete rammer for hvordan tilbakekjøpet skulle gjennomføres. Selskapet utnevnte Arctic Securities til å forestå tilbakekjøpet. Det ble i meldingen opplyst at maksimalt antall aksjer som kunne erverves i løpet av en handelsdag var oppad begrenset til 50 % av gjennomsnittlig daglig handelsvolum i august 2017.

I perioden 25. september til 16. november melder Selskapet jevnlig, gjennom børsmeldinger, om tilbakekjøp av egne aksjer i henhold til informasjon gitt i børsmelding av 22. september 2017. Aksjekjøp under det annonserte tilbakekjøpsprogrammet på inntil 210 000 aksjer pågikk frem til og med 30. november 2017, hvor Selskapet melder at programmet er avsluttet.

Den 16. november melder selskapet om kjøp av 289.664 egne aksjer. I følge børsmeldingen ble disse kjøpt av en eksisterende aksjonær til kurs NOK 77 pr. aksje. Man viste videre til at disse skulle inngå i Selskapets aksjekjøpsprogram for ansatte. Transaksjonen ble gjennomført av Carnegie. I børsmeldingen fremkommer det at Selskapets egenbeholdning av aksjer etter kjøpet er 424 962 aksjer.

###### **3. Rettslig grunnlag**

Bestemmelsen om likebehandling følger av Løpende forpliktelser pkt. 2.1:

(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 og andre ledd må 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 utsteders og innehavernes felles interesser. Saklighetskriteriet innebærer at formålet med tiltaket må være relevant og egnet til å fremme utsteders og innehavernes felles interesse.

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 innebærer for utsteder 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 blant annet være relevant å vurdere hvilke handlingsalternativer utsteder står overfor. Tiltaket vil som et utgangspunkt ikke være saklig dersom det kan oppnås tilnærmet samme gevinst for selskapet med alternative tiltak som innebærer mindre grad av forskjellsbehandling.

Kravet til likebehandling er relevant ved kjøp og salg av egne aksjer. Børsens tidligere uttrykte oppfatning er at kravet til likebehandling av aksjonærer, sammen med kravet til gjennomsiktighet i markedet, i utgangspunktet best ivaretas ved kjøp og salg av egne aksjer over børs eller ved offentlig tilbud til alle aksjonærene<sup>51</sup>.

#### **4. Børsens undersøkelser**

Børsen ble kontaktet pr. telefon av Carnegie 16. november 2017 med forespørsel om hvordan man skulle gå frem for å gjennomføre tilbakekjøpet av ovennevnte aksjepost. I denne samtalen ble det fra Børsens side sterkt fremhevet at et slikt tilbakekjøp av egne aksjer fra en enkeltstående aksjonær ikke burde gjennomføres med henvisning til likebehandlingsreglene som nevnt over under punkt 3.

Da Selskapet likevel valgte å gjennomføre transaksjonen henvendte Børsen seg til Selskapet 17. november og ba om en redegjørelse for Selskapets vurderinger knyttet til nevnte regelverk.

#### **5. Selskapets redegjørelse**

I svar fra Selskapet fremkommer det at bakgrunnen for tilbakekjøpsprogrammet var et behov for å skaffe ca. 760.000 aksjer til Selskapets aksjekjøpsprogram og bonusprogram for ledende ansatte. Disse aksjene var planlagt anskaffet på følgende måte:

- 200.000 aksjer via tilbakekjøpsprogram i markedet

---

<sup>51</sup> Veiledning til løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper punkt 6.1 Meldeplikt  
<https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Loepende-forpliktelser-for-boersnoterte-selskaper>

- 510.000 aksjer via direkte avtale med selskapets største aksjonær, Stiftelsen Multiconsult

Selskapet anfører at det splittes på denne måten da det har vist seg vanskelig å akkumulere tilstrekkelig antall aksjer i markedet som et resultat av lav likviditet og begrensninger i regelverket knyttet til tilbakekjøp av egne aksjer.

Som følge av at prisen Stiftelsen Multiconsult forlangte for sine aksjer lå over børskurs, ble dette alternativet uaktuelt. Dette begrunnes med henvisning til likebehandlingsprinsippet.

Samtidig ble Selskapet kontaktet av en aksjonær med ønske om å selge aksjer, noe han ikke hadde lykkes med på grunn av lav likviditet i markedet.

Selskapet mente at man satt igjen med følgende alternativer for å skaffe til veie nødvendig antall aksjer:

- Kutte betydelig i aksjekjøpsprogrammet for ansatte (ikke aktuelt med betydelig kutt, misfornøyde ansatte og brudd på et sentralt premiss for børsnoteringen)
- Emitere aksjer (ikke aktuelt på grunn av utvanning av eksisterende aksjonærer, i tillegg ville det medført tekniske endringer i programmet som man ikke trodde var gjennomførbart innenfor tidsrammen for programmet)
- Direkte kjøp fra aksjonær utenfor ordrebok på Børsen

Da alle alternativer bortsett fra direkte kjøp fra enkeltaksjonær ble ansett som umulige begrunner Selskapet avgjørelsen med at man anskaffet disse til en pris som var i tråd med markedspris på handelstidspunkt og at formålet utelukkende var videresalg til ansatte.

## **6. Børsens vurdering**

### **6.1 Innledning**

Børsen ser at det i enkelte situasjoner kan være utfordrende for børsnoterte selskaper å gjennomføre tilbakekjøpsprogrammer, særlig i tilfeller hvor det er lav likviditet i omsetningen av aksjen. I Selskapets tilfelle ser man at det er gjort en vurdering i forhold til å etterleve gjeldene regelverk når det gjelder den delen av Selskapets tilbakekjøpsprogram som skulle gjennomføres over børs. Dette beskrives i børs melding 22. september 2017 hvor det opplyses hvor mange aksjer det markedsbaserte programmet omfatter og på hvilken måte man har til hensikt å gjennomføre dette, herunder tidsrammen. Børsen har ikke merknader til hvordan Selskapet har håndtert denne delen av tilbakekjøpsprogrammet.

### **6.2 Kravet til likebehandling**

Selskapet har i sin tilbakemelding til Oslo Børs redegjort for hvordan tilbakekjøpet på 289.664 aksjer annonsert den 16. november 2017 er vurdert opp mot kravet til likebehandling. For Oslo Børs fremstår det som at Selskapet utelukkende har vurdert om prisen som ble betalt innebar en forskjellsbehandling av aksjonærene som ikke ble gitt anledning til å selge aksjer til Selskapet. Vurderingstemaet synes å ha vært om prisen avvek fra «markedspris» på tidspunktet hvor avtalen ble inngått.

Det er børsens vurdering at prisen som er betalt for de aktuelle aksjene bare vil utgjøre et av flere momenter som det er relevant å ta i betraktning ved vurderingen av om det har skjedd forskjellsbehandling og om kravet til likebehandling er overholdt.

Spørsmålet om forskjellsbehandling har skjedd må besvares ut fra en bredere vurdering hvor det sentrale er summen av fordeler som er gitt enkeltaksjonærer. At tilbakekjøpet er skjedd til markedskurs vil bare medføre at graden av forskjellsbehandling reduseres. Et sentralt moment som ikke synes vurdert av Selskapet er i hvilken grad selger har fått et høyere vederlag enn om aksjene var solgt i markedet. Gitt den lave likviditeten i Selskapets aksjer er Oslo Børs skeptisk til om selger kunne oppnådd samme pris ved salg av en post av tilsvarende størrelse over børs. Børsen mener derfor det er sannsynlig at selgende aksjonær ble gitt en fordel ved at Selskapet kjøpte posten til markedskurs. I en situasjon hvor likviditeten i aksjen er sterkt begrenset, slik tilfellet var her, vil det at en aksjonær gis mulighet til å realisere en betydelig aksjepost gjennom en enkelttransaksjon alene innebærer at aksjonæren oppnår en fordel som ikke gis til øvrige aksjonærer.

Det er børsens vurdering at begge de ovennevnte forhold innebærer brudd på likebehandlingsprinsippet, med mindre det kan konstateres at tilbakekjøpet og forskjellsbehandlingen hadde et saklig og forsvarlig grunnlag i utsteders og øvrige aksjonærers felles interesser. Det vil i denne sammenheng ikke være tilstrekkelig at tiltaket er motivert ut fra et relevant formål, som i denne saken har vært å skaffe tilveie et nødvendig antall aksjer til bruk i forbindelse med aksjeprogram til ansatte. Det må også foreligge en viss forholdsmessighet mellom fordelene tiltaket vil innebære for utsteder og aksjonærene i Selskapet samlet sett på den ene siden, og den ulempen tiltaket vil kunne innebære for aksjonærene som utsettes for forskjellsbehandling på den annen side. I denne relasjon vil det blant annet være relevant å vurdere hvilke handlingsalternativer utsteder står overfor. Tiltaket vil i utgangspunktet ikke være saklig begrunnet dersom formålet kunne vært oppnådd med alternative tiltak som i større grad hadde sikret likebehandling av Selskapets aksjonærer. Et nærliggende alternativ for å sikre Selskapet tilgang til ønsket antall aksjer i nærværende sak, ville vært å gi tilbud til alle aksjonærer om å selge aksjer til Selskapet.

Børsen finner i denne sammenheng grunn til å fremheve vår tidligere uttrykte oppfatning om at kravet til likebehandling av aksjonærer, i tilfeller hvor tilbakekjøp over børs ikke er aktuelt, best ivaretas ved offentlig tilbud til alle aksjonærer.<sup>2</sup> På forespørsel fra Carnegie ble dette kommunisert fra Oslo Børs forut for transaksjonen, og det er opplyst fra Carnegie at dette ble videreformidlet til Selskapet før transaksjonen ble gjennomført. Det er opplyst at Carnegie ikke hadde noe eksisterende kundeforhold med Multiconsult før den aktuelle handelen fant sted. Børsen mener det er kritikkverdig at dette alternativet fremstår ikke å ha vært vurdert av Selskapet, og mener at Selskapet ved ikke å gi et slikt tilbud til samtlige aksjonærer har opptrådt i strid med likebehandlingsprinsippet. Oslo Børs mener videre det er skjerpene at tilbakekjøpet er gjennomført til tross for børsens uttrykte oppfatning forut for transaksjonen om at gjennomføring ville være i strid med likebehandlingsprinsippet.

På spørsmålet om sanksjon har Oslo Børs under tvil besluttet å avslutte saken med nærværende kritikkbrev. Ved gjentatt overtredelse av likebehandlingsbestemmelsen vil strengere reaksjonsform måtte påregnes. 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».

### **3.1.2 E-post til Petrolia SE – Rettet emisjon i PDR, 12.11.2018**

Det vises til e-post nedenfor som svar på vår forespørsel av 29. juni 2018. Det beklages innledningsvis at det har tatt noe tid å gi tilbakemelding i saken.

Oslo Børs tar redegjørelsen vi har mottatt til etterretning, men mener at det er nødvendig å knytte enkelte merknader til denne.

Børsen følger opp overholdelse av likebehandlingsregelen i løpende forpliktelser punkt 2.1, ved blant annet rutinemessig gjennomgang av rettede emisjoner. Retningslinjer for likebehandling er tilgjengelig her: <https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Retningslinjer-for-likebehandling>.

Børsen gjennomgår rutinemessig rettede emisjoner og vurderer disse opp mot likebehandlingsregelen. Oslo Børs ser ved denne vurderingen blant annet til formålet med emisjonen, størrelse, tegningskurs, hvem som er gitt anledning til å delta i emisjonen og hvordan tegningskursen er satt. Om det gjennomføres en etterfølgende reparasjonsemisjon vil dette etter omstendighetene kunne vektlegges.

Når det gjelder Petrolias rettede emisjon annonsert 7. juni 2018, er det opplyst at selskapets 20 største aksjonærer ble kontaktet. Børsen forstår at tegningskursen ble satt basert på tilbakemelding fra disse. Selskapet opplyser at tegningskursen er satt nært børskurs og ble estimert til å innebære en rabatt på 10-15 %. Børsen mener dette ikke er helt presist – rabatt mot siste omsatt handel er 21,18 % og siste ukes WVAP 12,81 %. Børsen mener uansett en slik rabatt ikke kan anses som nær børskurs.

Når tegningskursen ikke blir satt til børskurs, vil dette kunne forsvares som saklig dersom f.eks. selskapet har gjennomført en forsvarlig og bred bookbuilding som reflekterer det markedsaktørene er villig til å tegne seg for i emisjonen. Dette står i kontrast til hvordan selskapet har gjennomført den nevnte rettede emisjon – hvor tegningskursen er satt gjennom dialog med en begrenset krets, uten at andre har kunnet melde sin interesse. Børsen bemerker også at selskapets to største aksjonærer står for over 90 % av den totale tildelingen. Selv om selskapet henvendte seg til 90 % av selskapets aksjer, fremgår det at selskapet per 31. desember 2017 hadde 2,770 aksjonærer. En aksjonærgruppe på 20 stykker er dermed en begrenset krets sett mot totalt antall aksjonærer. At selskapet har kontaktet 90 % av selskapets aksjer endrer dermed ikke det faktum at det foreligger en forskjellsbehandling av en betydelig andel av selskapets aksjonærer, som likebehandlingsregelen sikter å verne. Oslo Børs er derfor kritisk selskapets fremgangsmåte når tegningskursen er satt med en slik rabatt mot børskurs som er gjort i denne saken.

Oslo Børs har etter en helhetsvurdering besluttet å avslutte saken med denne e-posten, men ber selskapet ta det overnevnte til etterretning og være bevisst børsens retningslinjer for likebehandling ved eventuelle fremtidige rettede emisjoner. Det gjøres oppmerksom på at børsen kan benytte dette brevet som veiledning til andre markedsaktører ved å innta brevet i børsens publikasjon «Vedtak og uttalelser».

## **3.2 Løpende informasjonsplikt mv**

### **3.2.1 Vedtak om overtredelsesgebyr**

#### **3.2.1.1 Oceanteam ASA – Violation of disclosure obligations and other issuer rules, 2018**

##### **1 Introduction**

This matter relates to whether the Oslo Stock Exchange shall impose a violation charge on Oceanteam ASA (the “**Company**”), due to a number of breaches of the Continuing obligations of stock exchange listed companies (the “**Continuing Obligations**”) and the Securities Trading Act (the “**STA**”).

The Company has been involved in a number of matters handled by the Oslo Stock Exchange over the last two years. These involve both breaches of rules applicable to issuers listed on the Oslo Stock Exchange, but also other matters that have raised concerns with the Exchange in terms of the Company’s suitability for listing. The Exchange has therefore also found it necessary to consider

whether the Company's financial instruments are suitable for listing on the Oslo Stock Exchange and Nordic ABM.

The Exchange's handling of the case is set out under section 0 below. Under section 0, the Exchange will give an account of the breaches of issuer rules the Exchange has concluded on. Under section 0, an account will be given of other matters that have raised concerns with the Exchange in terms of the Company's suitability for listing. The Company's account of the case is provided under section 0. Under section 0, the Exchange will provide its assessment of the case, both in terms of the suitability for listing (section 0) and violation charge for the breaches of the issuer rules (section 0).

## **2 About the Company**

The Company was listed on the Oslo Stock Exchange on 8 February 2007. The business of the Company is comprised of two operating segments, Oceanteam Shipping and Oceanteam Solutions. Oceanteam Shipping owns, charters and manages deep-water offshore support vessels and fast support vessels. Oceanteam Solutions' focus is to provide its clients with complete offshore solutions. The Company is headquartered in Bergen, Norway and also has offices in Amsterdam, Monaco and Mexico.

The Company's shares are listed on the Oslo Stock Exchange under the ticker "OTS" and the Company also has a bond loan listed on Nordic ABM under the ticker "OTS02 PRO".

The Company's Board of Directors consists of the following: Hessel Halbesma (Chairman), Catharina Petronella Johanna Pos (board member) and Diederik Legger (board member). The Company's executive management currently consists of the following: Haico Halbesma (CEO) and Jos van Dijk (CFO).

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

In addition to the written correspondence and oral dialogue with the Company which has been accounted for under each relevant matter under sections 0 and 0 below, the Exchange has had the following correspondence with the Company:

On 14 November 2017, the Exchange held a telephone meeting with the Company where the Exchange accounted for certain of its concerns with the Company's compliance with applicable rules for listed companies. In the telephone meeting, the Oslo Stock Exchange informed the Company that it was assessing the matters subject to this case, and that it would carry out an assessment as to whether the Company was suitable for listing on the Oslo Stock Exchange.

On 3 November 2017, the Exchange participated at a video conference with the Company, where the Exchange and the Company discussed certain of the items subject to this case. The Exchange also informed the Company the Exchange's preliminary assessment would be sent to the Company when such had been made, and how the process would be going forward if the Exchange resolved upon a violation charge.

At the video conference, the Company expressed that they wanted to improve the competency within their organization on the issuer rules and wanted a dialogue with the Exchange on relevant courses in that respect. The Oslo Stock Exchange found this positive and referred the Company to the relevant persons at the Exchange for this purpose.

On 12 January 2018, the Oslo Stock Exchange sent an advance notice of a resolution of imposing a violation charge on the Company due to breaches of the Continuing Obligations. The deadline for the

Company to reply with comments was set to 29 January 2018. The Company confirmed receipt on the same day and stated that they would respond as requested.

On 19 January 2018, the Company requested the Exchange of an extension of the deadline to 7 February 2018. The Exchange replied on 22 January 2018 and provided an extension of the deadline to 31 January 2018<sup>52</sup>.

On 30 January 2018, the Company sent their comments to the advance to the Exchange<sup>53</sup>.

#### 4 The circumstances of the case

##### 4.1 Audit committee

Pursuant to section 1 (2) of the Stock Exchange Regulations, issuers of transferable securities listed on a regulated market must establish an audit committee or equivalent corporate body. This is accordingly a listing rule and a continuing obligation for companies listed on the Oslo Stock Exchange, cf. section 2.3.6 of the Listing Rules and section 2.3 of the Continuing Obligations. The composition of the audit committee must comply with the requirements of Article 41 of the Statutory Audit Directive. As a Norwegian public limited liability company (Nw. *allmennaksjeselskap*), the Company is also subject to the provisions of sections 6-41 to 6-43 of the Public Limited Liability Companies Act (the “**Companies Act**”). At least one of the members of the audit committee shall be independent of the Company’s operations and shall also have qualifications within auditing or accounting, cf. section 6-42 (2) second sentence of the Companies Act. The members shall be elected by and amongst the board of directors, cf. section 6-42 (1).

In February 2016, the Oslo Stock Exchange received information that the Company did not have an audit committee in accordance with the requirements in the Companies Act. The Exchange contacted the Company in March and there was extensive correspondence on the matter in the period from March 2016 and up to May 2017<sup>54</sup> before the Company established an audit committee that fulfilled the requirements set out in section 6-41 to 6-43 of the Companies Act.

In terms of this matter, the Company has stated that extensive investigations were performed in order to establish whether the Company fulfilled the criteria to have an audit committee. The Company has argued that once the investigations were completed and it was concluded that the Company should have an audit committee, immediate action was taken by the board and an audit committee charter was approved on 11 October 2016. The Company has stated to the Exchange that an interim audit committee at such time consisting of one board member and one external advisor was established in order to support the board in the starting reorganization.

The Oslo Stock Exchange would in this regard like to emphasize that the Exchange throughout the dialogue with the Company maintained its view that the Company was required to have an audit committee. Any uncertainty as to whether the Company was required to have an audit committee was accordingly created by the Company itself. In the correspondence with the Company, the Exchange also provided significant guidance on the rules regarding the audit committee.

The Company has further argued that in the negotiations with the bondholders, which took more than seven months to complete, specific limitations were imposed on the board composition (including a

---

<sup>52</sup> E-mail correspondence between the Company and the Oslo Stock Exchange between 12 January 2018 and 22 January 2018 regarding this matter is attached as [Appendix 1](#)

<sup>53</sup> The Company’s comments to the advance notice dated 30 January 2018 is attached as [Appendix 2](#)

<sup>54</sup> E-mail correspondence between the Oslo Stock Exchange and the Company between 18 March 2016 and 19 June 2017 regarding this matter is attached as [Appendix 3](#)



bondholders nominated director and a limitation of the number of board members to three). In this constellation, no fast solution could be found by increasing the board with an independent and appropriately qualified new member to serve as an audit committee member. With the completion of the reorganization and appointment of the new independent board member, the Company could complete the audit committee appointment in accordance with the applicable rules not earlier than May 2017.

The Oslo Stock Exchange would like to emphasize that it is the Company's responsibility to ensure that it fulfills the criteria for being exempted from the requirement to have an audit committee before making use of the exemption. The Oslo Stock Exchange does accordingly not consider any of the arguments raised by the Company as valid for why the Company did not comply with the requirement of having an audit committee over such long period of time.

In terms of the interim audit committee which was established in October 2016, this did not fulfill the requirements to the audit committee, as this did not include a member of the board of directors which was independent of the Company's operations and had qualifications within auditing or accounting, cf. section 6-42 (2) second sentence of the Companies Act. Such member was first elected as board member on the Company's general meeting on 9 May 2017 and appointed as member of the audit committee on the first board meeting following this general meeting<sup>55</sup>. This matter accordingly constituted a breach of section 2.3 of the Continuing Obligations over a significant time period, at the latest from when the Exchange first contacted the Company in this regard on 18 March 2016 and up to some time after the extraordinary general meeting was held on 9 May 2017.

The Exchange considers it serious that the Company did not comply with the requirements of an audit committee for such a long period of time and the extensive follow-up the Exchange had to carry out to have the matter solved.

During the period the Exchange followed up on the matter, the Company did not reply to several of the deadlines set by the Oslo Stock Exchange pursuant to section 2.6 (5) of the Continuing Obligations and section 24 (7) of the Stock Exchange Act, which entails a breach of the said regulations. The Exchange had to send a number of reminders to receive the requested information for being able to handle the matter, which is considered serious by the Exchange.

#### 4.2 Suspension of services of interim CFO

In August 2017, the Oslo Stock Exchange received information that at the EGM held on 4 August 2017, the attending shareholders were informed that the current CFO (interim) no longer worked for the Company.

Pursuant to section 3.2 (1) no. 8 of the Continuing Obligations, a company must immediately disclose changes to the company's board of directors, managing director or financial director. The Oslo Stock Exchange therefore sent an e-mail to the Company on 17 August 2017<sup>56</sup> requesting the Company to clarify the status of the CFO and if the received information was correct. The Exchange also reminded the Company of section 3.2 (1) no. 8 of the Continuing Obligations.

The Company sent a reply to the Exchange on 18 August 2017, but did not respond to whether the information the Exchange had received was correct. The Company stated that the interim CFO still was under a consultancy agreement with the Company for his services as interim CFO. Furthermore, the Company informed that the contract with the interim CFO was suspended for reasons that would have

---

<sup>55</sup> See the e-mail of 30 May 2017 from the Company to the Oslo Stock Exchange included in [Appendix 3](#)

<sup>56</sup> E-mail correspondence between the Oslo Stock Exchange and the Company between 17 August 2017 and 25 August 2017 regarding this matter is attached as [Appendix 4](#)

to be handled confidential as it involved HR-issues and a contractual dispute. The Company stated that they would publish a stock exchange release upon official termination of the contract with the interim CFO.

The Oslo Stock Exchange responded on 18 August 2017 and asked the Company to provide the date of which the interim CFO was suspended and repeated the question of whether it was communicated at the EGM that he no longer worked for the Company. The Exchange also stated that it was the opinion of the Exchange that the Company was obliged to issue a stock exchange release on the suspension of the interim CFO pursuant to section 3.2 (1) no. 8 of the Continuing Obligations. The Company did not reply to the Exchange's follow-up questions, but released a stock exchange notice on 19 August 2017 where it was stated that "*Oceanteam ASA herewith announces that the company has suspended the services of [REDACTED], interim CFO.*"<sup>57</sup>

The Exchange sent an e-mail on 23 August 2017 requesting the Company to revert on the follow-up questions that had remained unanswered. The Company replied on 25 August 2017 and stated that the suspension was effective per 11 July 2017. The Company highlighted that the interim CFO was still formally under contract with the Company until his agreement was terminated or had expired. Furthermore, the Company informed that the Board of Directors had not yet taken any final decision on the position of the interim CFO and that the dispute between him and the Company was still ongoing. As to what was communicated about the status of the interim CFO at the EGM, the Company stated that there by no means had been a formal notification of the suspension of the CFO during the EGM on 4 August 2017. The Company stated that if the suspension was mentioned at all, which they could not confirm with certainty, it might have been done in the context of clarifying why there was a vacancy for CFO as a reply to one of the questions of the shareholders attending the EGM, however, this was an assumption.

The Oslo Stock Exchange considers that the information about the suspension of the interim CFO falls within the scope of section 3.2 (1) no. 8 of the Continuing Obligations. The Exchange considers this to be the case regardless of whether the CFO was interim and whether he was formally still under a consultancy agreement with the Company. What was key to the market in the situation was that the Company did not have an acting CFO and this should have been communicated to the market as soon as the suspension was decided upon. The failure by the Company to publish the information about the suspension at such time, being no later than 11 July 2017 when the suspension was effective, therefore constituted a breach of section 3.2 (1) no. 8 of the Continuing Obligations.

In any event, the information should not have been made available to the attending shareholders at the EGM on 4 August 2017 when this had not been communicated to the market. In addition, the fact that the Company, when questioned about this matter by the Exchange, was not able to confirm what was said at its own EGM about the matter, shows in the opinion of the Exchange that the Company did not have control of the flow of information, which makes the matter even more aggravating.

During the period the Exchange followed up on the matter, the Exchange had to follow-up on the Company as they did not reply to all of the questions asked by the Oslo Stock Exchange pursuant to section 2.6 (5) of the Continuing Obligations and section 24 (7) of the Stock Exchange Act, which entails a breach of the said regulations.

#### 4.3 Resignation by auditor

---

<sup>57</sup> <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=433102>

## Background

On 14 November 2017 at 15:44 (CET), the Company released a stock exchange notice<sup>58</sup> with the heading “*Oceanteam ASA - Suspends services of auditor KPMG*”. The stock exchange notice stated that the Company’s Board of Directors had resolved to suspend the services of KPMG due to the Company’s investigative findings regarding audit costs that were charged for worked not performed. The stock exchange notice further stated that an investigation had been carried out by an independent consultancy firm and that despite attempts to resolve the dispute with KPMG, no solution could be reached during 2017. According to the release, the Company had notified KPMG about the suspension, but continued its effort to resolve the matter in an amicable way.

Later the same day at 18:44 (CET), Dagens Næringsliv (“**DN**”) published a news article<sup>59</sup> referring to the Company’s stock exchange release. DN had also been in contact with KPMG, which was quoted on the following: “*The Company has for a period of time been warned about our resignation. We have today sent a notice to the Norwegian Register of Business Enterprises, and our reason for the resignation has been sent to the Norwegian Financial Supervisory Authority*”. KPMG also stated that it is the general meeting, and not the Board of Directors, which formally appoints the auditor.

## Inquires by the Oslo Stock Exchange

Due to the discrepancy between the information in the stock exchange notice and the quotes from the auditor in DN, the Oslo Stock Exchange sent an e-mail to the Company on 16 November 2017<sup>60</sup> requesting (i) information about the process leading up to the decision to suspend the services of KPMG, (ii) comment from the Company on the quotes from KPMG in DN, (iii) copies of correspondence between KPMG and the Company on the matter, and (iv) an explanation from the Company on the legality of the suspension of services from KPMG given the authority of the general meeting to elect and dismiss the auditor. The Company replied on 22 November 2017 at 09:28 and argued towards the Exchange that they had been struggling to receive the support requested from KPMG on various issues, including, but not limited to closing of the comments on related parties' transactions, timely conclusion of the annual accounts for 2016, ongoing issues related to availability of KPMG and its billing practices.

The Company further disagreed with KPMG's statements that the Company had been warned about KPMG's possible resignation for a period of time. The Company was of the opinion that the warning was first received with management letter no. 34, issued on Thursday 9 November 2017.

With regard to the question of whether the Company had legal grounds to suspend the services of the auditor, the Company argued that they had not dismissed the auditor, but suspended its services until clarity could be obtained on the billing process and the increased pressure for provision of documents and lack of response. It was the Company's intention, to continue make use of KPMG once clarity and joint understanding about the working relation and the way forward could be agreed between the parties and at least until a successor could be engaged.

The Exchange sent an e-mail to the Company the same day at 15:20, stating that the Exchange considered that the stock exchange notice of 14 November 2017 did not give a complete picture of the situation with the auditor. The fact that KPMG had formally resigned as the Company’s statutory auditor should in the opinion of the Exchange have been published as soon as the Company received Management letter no. 35 from KPMG on 14 November 2017. The Exchange asked the Company to

---

<sup>58</sup> <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageld=438682>

<sup>59</sup> News article from DN dated 14 November 2017 is attached as [Appendix 5](https://www.dn.no/nyheter/2017/11/14/1814/Bors/bryter-med-revisor) (<https://www.dn.no/nyheter/2017/11/14/1814/Bors/bryter-med-revisor>)

<sup>60</sup> E-mail correspondence between the Company and the Oslo Stock Exchange between 16 November 2017 and 6 December 2017 regarding this matter is attached as [Appendix 6](#)

immediately publish a stock exchange notice informing about KPMG's resignation as the Company's statutory auditor on 14 November 2017.

The Company replied later the same day at 18:51 and stated that they considered the resignation by KPMG as invalid and that there were ongoing discussions with KPMG in that regard. The Company would therefore send a stock exchange notice when the discussions were completed. The Exchange replied on 23 November 2017 at 08:14 and recommended that the Company published the stock exchange notice regarding the resignation by KPMG as soon as possible, but that they could also inform that the Company disputed the resignation.

On 23 November 2017 at 11:45 (CET), the Company published a stock exchange notice<sup>61</sup> with the heading "*Oceanteam ASA - Disputed withdrawal of services by KPMG*". The notice stated that following the Company's suspension of the auditor's services of KPMG in Norway on 14 November 2017, KPMG had informed the Company that it withdrew its services as statutory auditor in Norway with immediate effect. The stock exchange notice stated that the Company disputed the validity of such resignation and was in process of filing a formal complaint.

Due to the Company not having a functioning statutory auditor, the Exchange shortly thereafter resolved to move the Company to special observation in accordance with section 14.4 of the Continuing Obligations<sup>62</sup>.

The Oslo Stock Exchange sent certain follow-up questions to the Company on 24 November 2017. The Company did not respond within the deadline of 29 November 2017 and the Exchange sent a reminder on the same date. The Company sent an e-mail to the Exchange on 1 December 2017 where it apologized for the delay and would revert as soon as possible. On 6 December 2017, the Exchange sent a further reminder that was not answered by the Company.

On 13 December 2017, the Oslo Stock Exchange requested a call to be held with the Company on 14 December 2017<sup>63</sup>. In this call, the Exchange emphasized, among other things, the importance of the issuers' duty to provide information to the Exchange pursuant to section 2.6 (5) of the Continuing Obligations. At the call, the Exchange also agreed to the Company's request of providing the requested information within 19 December 2017. On 19 December 2017, the Company replied to the Exchange's outstanding request.

#### Process leading up to the resignation by KPMG as statutory auditor

Below is a summary of the correspondence between the Company and KPMG from 20 October 2017 and 15 November 2017, the letters of which have been provided by the Company to the Exchange<sup>64</sup>.

#### *23 June 2017 – 5 October 2017 – Management letter no. 30, 31 and 32*

In this period, KPMG sent three management letters to the Company. In management letter no. 30 dated 23 June 2017, KPMG addresses the matters set out in their audit opinion for 2016. In management letter no. 31, dated 10 July 2017, KPMG followed up on internal control deficiencies, basis for going concern and related party transactions. In management letter no. 32 dated 5 October 2017, KPMG stated that they would not co-sign the Company's "Næringsoppgave", due to the management not having fulfilled its duty to produce a proper and clearly set out registration and

---

<sup>61</sup> <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageld=439347>

<sup>62</sup> <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageld=439353>

<sup>63</sup> E-mail correspondence between the Company and the Oslo Stock Exchange between 13 December 2017 and 19 December 2017 regarding this matter is attached as Appendix 7

<sup>64</sup> The correspondence between KPMG and the Company between 23 June 2017 and 21 November 2017 is attached as Appendix 8

documentation of the Company's transactions and account balances on a timely basis. Furthermore, KPMG stated that management had not fulfilled its duty to produce proper and clearly set out documentation of the Company's related party transactions.

*20 October 2017 - Management letter no. 33*

On 20 October 2017, KPMG sent management letter no. 33 to the Company. The letter was sent to follow-up certain matters that had been discussed earlier, such as internal control deficiencies. KPMG addressed lack of timely and appropriate response from the Company on requests set out in previous management letters and informed the Company that this may lead KPMG to draw the conclusion that they were not able to fulfill the obligations as statutory auditor for the Company. The letter also addressed lack of payment of services by KPMG from the Company, and that this could constitute a threat to the auditor's independence. KPMG further stated that if they did not receive timely and appropriate responses to its concerns, it would have no other option than to withdraw as statutory auditors for the Company. The deadline for response was set to 27 October 2017. The qualification also extended to the Company's tax return, where KPMG as auditors were unable to co-sign.

*31 October 2017 – Reply to management letter no. 33*

The Company responded on 31 October 2017 and provided a high-level account of the issues addressed by KPMG in management letter no. 33. In terms of the unpaid invoices, the Company stated that they would like to assure KPMG that the Company did everything possible in order to settle any outstanding invoices timely.

*9 November 2017 – Management letter no. 34*

On 9 November 2017, KPMG sent management letter no. 34. KPMG stated that they considered that the Company's response of 31 October 2017 did not provide sufficient level of detail to the request made by KPMG. KPMG therefore requested supporting documentation. KPMG also stated that they would withdraw as auditor effective from 15 November 2017 if appropriate responses were not received from the Company within 14 November 2017.

*14 November 2017 – Suspension / resignation, reply to management letter no. 34 and management letter no. 35*

On 14 November 2017 at 15:44 (CET), the Company published the stock exchange notice about the suspension of services by KPMG.

The Company responded to KPMG's last management letter no. 34 on 14 November 2017. According to KPMG, the letter from the Company was received at 16:07 (CET). In the letter, the Company stated that they were of the opinion that they had covered all inquiries raised by KPMG in a timely manner and was of the opinion that the oral feedback given by KPMG differed from the feedback issued in management letter no. 34. The Company stated that it would make certain documentation available for KPMG's review. The Company was of the opinion that it had made enormous resources and efforts to rectify omissions from the past and to answer all requests and instructions from KPMG. The Company claimed that it had experienced a lack of response and changing requirements from KPMG and that KPMG did not have legal grounds to withdraw as the Company's auditor. The Company then stated that it would suspend the services of KPMG with immediate effect, but proposed a meeting between the parties to discuss the relationship and payment schedule.

Later the same day, KPMG sent management letter no. 35 where they argued that the Company's response of 14 November 2017 did not address the issues raised by KPMG. Furthermore, KPMG stated that they, contrary to the information in the stock exchange notice, had not been given prior notice of the suspension before the stock exchange notice was published. KPMG also disagreed with the

Company's claim in the stock exchange notice that an agreement had not been made on audit costs, and requested the Company to issue a correction notice to the Oslo Stock Exchange. KPMG then gave notice that they resigned as the Company's auditor with immediate effect and reminded the Company of the obligation to issue a notice to the Oslo Stock Exchange with immediate effect. The letter also stated that KPMG would give notification to the Norwegian Financial Supervisory Authority (Nw. *Finanstilsynet*) ("**NFSA**") and the Company Registrar (which the Exchange understands refers to the Norwegian Register of Business Enterprises ("**NRBE**")) of their withdrawal as statutory auditor.

*15 November 2017 – Reply to management letter no. 35 and management letter no. 36*

The Company responded on Wednesday 15 November 2017. According to KPMG, the letter was received at 17:19 (CET). The Company disputed that KPMG had not been warned about the suspension of their services in advance of the stock exchange notice and further stated that they had been unable to verify and approve the audit costs presented by KPMG, which had been a topic of discussion for at least the last two years. The Company continued to dispute the withdrawal by KPMG as auditor and invited KPMG to discuss and resolve the situation.

On 15 November 2017, KPMG sent management letter no. 36, where they still claimed that they had not been warned in advance of the stock exchange notice regarding suspension of their services. The Company stated that there were no doubt that they had no other option than to withdraw as auditors and that the assessment process commenced in June 2017 after signing the audit opinion on 23 June 2017.

*21 November 2017 – Reply to management letter no. 36*

On Tuesday 21 November 2017, the Company replied to KPMG and acknowledged that KPMG did not receive prior notification of the suspension as previously claimed. The Company still contested the reasons for withdrawal by KPMG.

#### Legal background

Section 5-2 (1) of the STA, cf. section 3.1.1 of the Continuing Obligations, stipulates that listed companies must without delay and on their own initiative publicly disclose inside information which concerns the issuer directly, cf. section 3-2 (1) to (3) of the STA. Inside information is defined in section 3-2 (1) of the STA: "*Inside information*' means any information of a precise nature relating to financial instruments, the issuers thereof or other circumstances which has not been made public and is not commonly known in the market and which is likely to have a significant effect on the price of those financial instruments or of related financial instruments."

The definition imposes three main conditions for information to be deemed inside information. Firstly, the information must be information of a precise nature relating to the financial instruments in question. Secondly, the information must be likely to have a significant effect on the price of the financial instruments. Finally, the definition relates to information which has not been made public and is not commonly known in the market.

The first and second main conditions for information to be deemed to be inside information (i.e. the requirements for information to be of a precise nature and likely to have a significant effect on the share price) are explained in greater detail in STA Section 3-2 (2) and (3): "(2) '*Information of a precise nature*' means information which indicates circumstances that exist or may reasonably be expected to come into existence or an event that has occurred or may reasonably be expected to occur and which is specific enough to enable a conclusion to be drawn as to the possible effect of those circumstances or that event on the price of the financial instruments or related financial instruments. (3) '*Information likely to have a significant effect on the price of financial instruments or of related financial instruments*'

*means information of the kind which a reasonable investor would be likely to use as part of the basis of his investment decisions."*

According to the first main condition, the information must as a minimum indicate that circumstances exist or may reasonably be expected to come into existence or an event has occurred or may reasonably be expected to occur. Neither the wording of the legislation, the preparatory work on the legislation nor established practice impose any restrictions on what can actually constitute "information", subject to the other conditions being satisfied.

Moreover, pursuant to section 3-2 (2) of the STA, the information must be sufficiently precise for it to be possible to draw a conclusion on the possible effect of the information on the price of the financial instruments in question. According to the preparatory work on the legislation, the requirement stipulated by the wording for information to be of a precise nature is intended to exclude rumors and speculation, cf. Ot. prp. nr. 12 (2004-2005) section 4.5. In connection with the implementation of the EU Market Abuse Directive, the NFSA has taken the view that information can be of a precise nature even if it is not complete, unambiguous, final or unconditional, so long as it is sufficiently specific, cf. page 15 of Consultation document dated 1 March 2004.

The second main condition for the definition of inside information, namely that the information must be likely to have a significant effect on the price of the financial instruments, is further clarified in the STA by the "reasonable investor test", cf. section 3-2 (3). The preparatory work for the STA set out the criteria in this connection as "information of the type that a reasonable investor would be likely to use as part of the basis of his investment decisions", cf. Ot. prp. nr. 12 (2004-2005) section 4.5. The wording of the legislation does not include any condition that the information must actually affect the price of the financial instruments in question. Accordingly, this test applies in advance of the event or circumstance in question (which may for example be a purchase or the public disclosure of information).

In order for information to be subject to the definition of inside information, the information must not have been made public or be commonly known in the market. Evaluating whether particular information must be deemed to be inside information requires a case-by-case approach. The evaluation is relative, and may reach different conclusions for different companies and markets. The responsibility for supervision and imposing sanctions in respect of the rules for the public disclosure of inside information is delegated to Oslo Børs, cf. section 17-4 (3) third sentence of the STA and section 15-2 (2), cf. section 13-1 of the Norwegian Securities Trading Regulations.

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

The Company has filed a complaint with the NFSA in which all details around the matters that lead to suspension of the services of KPMG have been covered, and all points related to the quality of audit provided by KPMG have been raised. The Company has therefore stated to the Exchange that no further comments will be made to this case.

#### The assessment by the Oslo Stock Exchange

The Oslo Stock Exchange considers that information about the resignation by the statutory auditor constituted inside information pursuant to section 3-2 of the STA.

The fact that the auditor had resolved to formally resign as the Company's auditor, constitutes information of a precise nature, cf. section 3-2 (2) of the STA.

Furthermore, the Exchange considers that the information was of such kind that a reasonable investor would be likely to use as part of the basis for its investment decision, cf. section 3-2 (3) of the STA.

The statutory auditor is elected by the general meeting and has limited grounds to resign prior to the expiry of their engagement. Pursuant to section 7-1 (1) of the Auditors Act, the auditor has a duty to resign as auditor when the auditor through its work has identified and drawn attention to significant breaches of laws and regulations applicable to the company and the company does not implement necessary measures to correct the breaches. If these conditions are not fulfilled, it follows from section 7-2 of the Auditor Act that the auditor only is entitled to unilaterally withdraw from the assignment if he is not given the opportunity to discharge his duties under the Auditor Act or if other special grounds exist. The Exchange's experience is that it is very rare that a statutory auditor formally resigns and accordingly constitutes an extraordinary event. When an auditor quite suddenly resigns as was the case in this matter, it is therefore essential information for the market and something a reasonable investors would be likely to use as part of the basis for its investment decision. The Exchange considers this to be the case regardless of the Company disputing the auditor's grounds for resignation.

The fact that the auditor had decided to formally resign as the Company's auditor was not made public before the information was published in DN at 18:44 (CET) on 14 November 2017.

The Exchange does not rule out that inside information occurred some time between 9 November 2017 and 14 November 2017, when the Company understood that they would not be able to provide the requested information and documentation to KPMG for them not to resign as auditor for the Company. KPMG had given a clear warning about this in their letter of 9 November 2017 and also in management letter no. 33 of 20 October 2017. The Exchange accordingly considers that there is a possibility that it could have been reasonably expected by the Company that KPMG would resign as the Company's auditor in the period between 9 November 2017 and 14 November 2017, cf. section 3-2 (2) of the STA.

The Oslo Stock Exchange concludes that inside information occurred no later than 14 November 2017, at the time the Company received management letter no. 35 from KPMG following the publication of the stock exchange notice. Based on the information in the management letter, the letter was sent shortly after the stock exchange notice about the Company suspending the services of KPMG was published at 15:44 (CET) on 14 November 2017. The letter was also sent prior to KPMG making the notifications to the NFSA and the NRBE about their resignation, which entails that the information was not public at the time the inside information at the latest occurred.

The failure of the Company to immediately and at its own initiative disclose this information, accordingly constituted a breach of section 5-2 (1) of the STA.

Although the Company at such time had announced that it had suspended the services of the auditor, this only gave a part of the information about the situation with the auditor to the market. The Exchange considers that the fact about the auditor having formally resigned from its position as important for the basis for the investment decisions made in the Company's share, although the Company's announcement may have reduced the potential effect on the share price. The Company's share price declined from NOK 1.74 to NOK 1.45 per share in the period between 14 November 2017 and 24 November 2017, which equals a decline of approximately 17%. It should be noted that the Company's share price has been declining steadily throughout 2017, and the decline most likely reflects the totality of the situation with the auditor and not only the formal resignation. However, the Exchange is still of the opinion that this indicates that the formal resignation by the auditor was price sensitive to the Company's share.

That the auditor had resolved to formally resign as statutory auditor was key for the market to be informed of and not something the Company could withhold from the market on the grounds that they contested the validity of the resignation. An issuer cannot withhold parts of inside information on the



grounds of delayed disclosure. In addition, the Company cannot delay disclosure of a factual circumstance that has occurred, solely on the basis that they disagree with the legal grounds for its occurrence. The Exchange would like to emphasize that it in any event was not informed of any decision by the issuer to delay disclosure pursuant to section 3.1.2 (3) of the Continuing Obligations and section 5-1 of the Securities Trading Regulations.

The Exchange also has concerns in terms of the information provided in the stock exchange notice by the Company published at 14 November 2017 at 15:44 (CET), regarding the information that the Company had suspended the services of KPMG. The notice stated that the decision to suspend the services of KPMG was made based on the Company's investigative findings regarding audit costs that were charged for work not performed. The stock exchange notice further stated that the investigation by an independent consultancy firm also showed that the amounts charged by KPMG compared to audit costs of peer companies in the offshore industry were substantially higher. Despite attempts made to resolve the dispute, to optimize costs and to improve the efficiency of KPMG's services, no solution could be reached during 2017.

The Exchange has been provided with an extract of a report from FTI Consulting, with three slides on audit costs<sup>65</sup>. The presentation gives a high level review of the Company's audit costs, and states, among other things, that the Company's audit costs were significant higher for a Company of its size, compared to similar businesses in its sector. The Company has informed the Exchange that the review was completed on 20 September 2017.

However, based on the documentation provided to the Exchange of the correspondence between KPMG and the Company leading up to the stock exchange notice of 14 November 2017, there are no mention of the grounds for the decision to suspend the services of KPMG, such as high audit costs compared to other peers or audit costs charged for work not performed. On the contrary, in the letter from the Company on 31 October 2017, the Company assures KPMG that they are doing everything possible in order to settle the outstanding invoices timely. It is first in the letter of 14 November 2017, where the note of the decision of suspension first is made, that the Company mentions that they are not satisfied with certain of the work and invoicing by KPMG.

For the Oslo Stock Exchange, it appears as if the Company tried to get ahead of KPMG's resignation by making the decision to suspend their services in advance of KPMG formally resigning as they had warned about in their letters of 20 October 2017 and 9 November 2017. By doing this, the information given by the Company on 14 November 2017 gave a one-sided and fragmented part of the information regarding the situation with the auditor.

## **5 Other matters**

### **5.1 Filing of notice of general meeting**

According to section 10.3 (2) of the Continuing Obligations, the company must publicly disclose the notice for a general meeting. Further, section 3.6 of the Continuing Obligations requires that any information sent to shareholders shall be made public no later than the time at which such information is distributed. The procedures for publishing and filing such information are stated in section 5.1 and 5.2 of the Continuing Obligations.

The Company held an extraordinary general meeting ("**EGM**") on 9 May 2017 where the notice of such meeting was not published through Newsweb prior to the EGM. The EGM handled, among other things, amendment of the Company's articles of association and election of new director to the Board.

---

<sup>65</sup> Extract from FTI Consulting Report is attached as [Appendix 9](#)

When the Exchange followed-up on the outstanding publication of the notice through Newsweb, the Company stated in an e-mail to the Exchange<sup>66</sup> that the notice had been published through a press release on 12 April 2017<sup>67</sup>. The press release was also published on Newsweb<sup>68</sup>, however this did not include links to the EGM materials. The notice of the EGM was first published through Newsweb when the EGM had been held on 9 May 2017<sup>69</sup>.

In its comments to the advance notice, the Company has stated that the Company issues the notices for general meetings on its website under the heading Investors as well as on the Newsweb. Notifications were placed on both locations on 12 April 2017 and individual distribution was initiated the same day through the VPS service of Danske Bank. As it appeared later (the Company received a notification from Exchange on this matter), the link to the documents for the EGM placed on Newsweb, appeared not to function properly. This was rectified by attaching a PDF document once the malfunction was detected. The Company has argued that as all the notifications were timely placed, albeit with a technical malfunction, no negative consequences for the investors could have occurred as the notice was available in its complete version at least on the website of the Company. The Company therefore disputes the conclusion that the Company failed to place the notice on Newsweb.

The Exchange would like to highlight that the notice of the EGM was included in a press release with the heading "*Oceanteam ASA - Reaches agreement with majority of bond holders on refinancing of bond loan agreement*" and that the information about the EGM is included in the bottom of the release. Although the notice of the EGM was publicly available at the Company's website, the notice should have been published in a separate stock exchange notice, and not included in the end of a press release which mainly comprised of information regarding the Company's bond loan.

Although the shareholders at the time of the distribution of the notice received the notice pursuant to the rules in the Companies Act and the notice was available at the Company's web site, the lack of proper filing through Newsweb could have had consequences for investors trading in the shares in the period from the distribution of the notice and up to the extraordinary general meeting which was held on 9 May 2017.

The publication of the notice of the EGM must also comply with the rules of storage of the information pursuant to section 5.2 of the Continuing Obligations. The Oslo Stock Exchange is the officially appointed mechanism (OAM) for storage in Norway. Submission to the storage mechanism may be performed via the Oslo Børs NewsPoint or via a third party that can deliver notifications directly to the OAM.

It is specifically stated in the comments to section 5.2 of the Continuing Obligations that "*Documents that are published by stating the website on which they are available must nonetheless be submitted to the OAM in PDF format*". This was not done before the EGM had been held on 9 May 2017.

The failure to publish the notice on Newsweb on 12 April 2017 accordingly constituted a breach of section 5.2 of the Continuing Obligations, as addressed in the e-mail from the Exchange to the Company on 30 May 2017.

## 5.2 Publication of audited annual report for 2016

---

<sup>66</sup> The e-mail correspondence between the Company and the Oslo Stock Exchange from 16 May 2017 and 30 May 2017 is attached as [Appendix 10](#)

<sup>67</sup> [http://www.oceanteam.nl/pressreleases/http://cws.huginonline.com/O/136936/PR/201704/2095443\\_5.html](http://www.oceanteam.nl/pressreleases/http://cws.huginonline.com/O/136936/PR/201704/2095443_5.html)

<sup>68</sup> <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=424865>

<sup>69</sup> <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=426859>

According to section 5-5 of the STA and section 4.5 of the Continuing Obligations, the audited annual financial report shall be made public at the latest four months after the end of each financial year. This entails that the Company's audited annual report for the financial year 2016 should have been made public no later than 30 April 2017.

The Company published its audited annual report for 2016 on 23 June 2017<sup>70</sup>, approximately one month and three weeks after the stipulated deadline. The report was released after the Company had communicated several postponements to the market by updating its financial calendar.

On 14 August 2017, the NFSA imposed a violation charge to the Company due to the violation of the statutory deadline for the publication of the audited annual report.<sup>71</sup>

Financial information is a key factor in the information regime for listed companies, and constitutes an essential part of the Company's duty to provide correct and updated information to the market. The Oslo Stock Exchange considers the delay of nearly two months as a serious violation of the deadline that raises concerns with the Exchange in terms of the Company's compliance with the financial reporting obligations going forward.

### 5.3 Audit report for the annual report for 2016

The audit report for 2016 was a qualified opinion. As basis for the qualified opinion, KPMG stated that they had not been able to obtain sufficient audit evidence over the completeness of the statement from the Company's management regarding transactions with related parties. It was further stated that KPMG consequently had not been able to establish whether there were undisclosed related party transactions or assess the impact of these on the consolidated financial statements. In terms of the qualified opinion, KPMG stated that management had not fulfilled its duty to produce proper and clearly set out registration and documentation of the Group's transactions and account balances on a timely basis. It furthermore read that management had not fulfilled its duty to produce proper and clearly set out documentation of the Group's related party transactions.

The audit opinion contained a material uncertainty related to going concern, an emphasis of matter related to correction of errors in the previous period and qualification of board member. The audit opinion also reported on a receivable with a related party which was not in compliance with section 8-7 of the Companies Act and a possible breach of chapter 3 and 8 of the Companies Act due to the Company possibly not having identified and disclosed all related party transactions.

While a qualified audit opinion does not in itself entail a breach of the rules applicable to issuers listed on the Oslo Stock Exchange, the Exchange finds it alarming that the audit opinion highlights that the auditor did not receive the necessary documentation for assessing certain matters and also points out certain possible breaches of Company Law.

In the comments to the advance notice of resolution, the Company has stated that it has given a clarification on the matters surrounding the qualified opinion. The clarification was presented to the annual general meeting of shareholders held on 30 June 2017 as well as during the extraordinary general meeting of shareholders held on 4 August 2017, and was added to the minutes of meeting of 4 August 2017<sup>72</sup>.

---

<sup>70</sup> <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=430409>

<sup>71</sup> <https://www.finanstilsynet.no/contentassets/c5031d92d0984f3b8f5d7f93c823d024/vedtak-om-overtredelsesgebyr-oceanteam-as.pdf>

<sup>72</sup> <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=432142>

The Company has argued that the clarification shows that the information the Company was not able to provide timely to the auditor relates to two companies respectively out of a sample of 76 audited companies. The Company is therefore of the opinion that the Exchange's conclusion the auditor did not receive the necessary documentation, which is found alarming, is overstated.

The Oslo Stock Exchange would like to point out that the clarification which is referred to is provided by the Board of Directors of the Company. The Exchange is not in a position to consider whether the information stated in the clarification is correct. Based on the minutes from the EGM of 4 August 2017, the auditor was not present at the EGM and the clarification therefore represented the view of the Company regarding this matter. The Exchange notes that the auditor addresses outstanding information and documentation in several of their management letters issued to the Company after the EGM, which points in the direction that this issue was not resolved at the time the EGM where the clarification was given.

The Oslo Stock Exchange upholds its concerns regarding the content of the audit opinion. The Exchange emphasizes that the audit opinion contains a number of concerns from the auditor, both in terms of outstanding documentation and possible breaches of law. Given the level and number of qualifications, emphasis of matter and other matters addressed in the audit opinion, the Exchange finds this alarming regardless of whether this was due to a relatively low number of outstanding matters. The audit opinion is an essential document for the information value of the audited annual report. When a listed issuer is not able to sort out outstanding issues with the auditor in terms of available documentation and information for them to conclude on the various matters in time for the publication of the audited annual report, and the audit report refers to possible breaches of Company Law, this causes concern for the Exchange.

#### 5.4 Investigation of the Company

On 14 July 2017, the Company published a notice of an EGM<sup>73</sup> where it was disclosed that the Company had received a demand from shareholders representing more than 1/20 of the Company's share capital that an investigation (*Nw. granskning*) of the Board of Directors, the CEO and related party transactions between them and the Company was initiated, cf. section 5-25 of the Companies Act.

On 4 August 2017, the Company published the minutes from the EGM<sup>74</sup>. Under the item regarding the proposed investigation, the minutes stated that the general meeting had resolved to reject the proposal for an investigation. The minutes read that 75.27% had voted in favor of the resolution to reject the proposal and 24.73% had voted against.

It follows from section 5-25 (2) of the Companies Act that if a proposal for an investigation obtains more than 1/10 of the votes, any shareholder has the right to within one month from the date of the EGM require the District Court to pronounce by decree a decision for an investigation. The Oslo Stock Exchange therefore contacted the Company as the Exchange was of the opinion that the information in the minutes was misleading, as the proposal had obtained more than 1/10 of the votes. The proposal had accordingly not been rejected as stated in the minutes from the meeting.

On 7 August 2017, the Company published a stock exchange notice<sup>75</sup> where it referred to the said item and stated that pursuant to section 5-25 (2) of the Companies Act, any shareholder could within one month from the date of the general meeting require the district court to pronounce by decree a decision for investigation. Furthermore, the stock exchange notice stated that it had become evident at the EGM that the information requests and questions raised by the shareholders in the demand of

---

<sup>73</sup> <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=431385>

<sup>74</sup> <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=432142>

<sup>75</sup> <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=432198>

an investigation of the Company had been, in the opinion of the Company, thoroughly assessed by the auditor and covered through available documentation and at the Company's annual general meeting.

On 5 September 2017<sup>76</sup>, the Company published a stock exchange notice which stated that a petition for an investigation of the Company had been filed with Bergen city court by shareholders of the Company.

The Company has in its comments to the advance notice of resolution contested that the minutes of meeting of the extraordinary general meeting of the Company held on 4 August 2017 were misleading. The Company has argued that the investigation request was indeed rejected as the majority of shareholders voted against such investigation. The Company has stated that it is a separate matter that in case 1/10th of the shareholders vote for investigation, any of the shareholders may request such investigation with the court. Pursuant to section 5-25 (2) of the Companies Act, any shareholder may within one month from the date of the general meeting require the district court to pronounce by decree a decision for investigation, however, this does not happen automatically. The Company does however acknowledge that such court case has been initiated.

The Oslo Stock Exchange considers that the information made to the market about the EGM rejecting the proposal for an investigation of the Company was incomplete and could lead to misunderstandings amongst the Company's shareholders that the proposal had not obtained the sufficient number of votes for the shareholders to demand an investigation. Correct information about shareholders' rights is essential for issuers listed on the Oslo Stock Exchange. That the Company did not give complete information about this matter, and that the Exchange had to follow-up with the Company to have the information corrected, is considered unfortunate by the Oslo Stock Exchange.

#### 5.5 Appointment of new CFO

Pursuant to section 3.2 (1) no. 8 of the Continuing Obligations, a company must immediately disclose changes to the company's board of directors, managing director or financial director.

In addition, a company must immediately and on its own initiative disclose inside information that concerns the company directly, cf. section 3-2 of the STA and section 3.1.1 (1) of the Continuing Obligations. The company may delay public disclosure of inside information such as to not prejudice its legitimate interests, provided that such omission does not mislead the public and provided that the company ensures confidentiality of that information, cf. section 5-3 (1) of the STA and section 3.1.2 (1). The company must promptly notify the Oslo Stock Exchange of any such delayed public disclosure, cf. section 3.1.2 (3) of the Continuing Obligations and section 5-1 of the Securities Trading Regulations.

On 24 September 2017 at 20:55 (CET), DN published a news article<sup>77</sup> which, among other things, stated that the Company now announced that the Company had appointed [REDACTED] as new CFO. The article was also published in the paper edition of DN of 25 September 2017. The Company published a stock exchange on the matter on 25 September 2017 at 10:52 (CET)<sup>78</sup>. The Company's share price inclined from NOK 2.07 to NOK 2.23 per share during 25 September 2017, which entails an increase of approximately 7%.

Due to the difference in time between the news article and the Company's stock exchange notice, the Oslo Stock Exchange sent an e-mail to the Company on 2 October 2017 and requested more information about factual circumstances of the appointment of the new CFO and asked whether the

---

<sup>76</sup> <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=434143>

<sup>77</sup> News article from DN dated 24 September 2017 is attached as [Appendix 11](#) (<https://www.dn.no/nyheter/2017/09/24/2055/Bors/beskyldninger-om-vanstyre-i-oceanteam>)

<sup>78</sup> <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=435348>

Company considered this as inside information, how the information was handled and an explanation of the information being made available in DN in advance of the stock exchange notice.

Through subsequent e-mail correspondence<sup>79</sup>, the Company informed the Oslo Stock Exchange that it reached a final agreement with the Company on 25 September 2017. It further informed the Exchange that it considered the information to constitute inside information. The Company argued that the newspaper article was a result of a leakage.

The Exchange participated on a conference call with the Company on 27 October 2017, to discuss the matter further. The Company informed that although they had considered the information about the appointment of the new CEO as inside information, the Company had not drawn up insider list for the matter.

The Exchange considers the information about the appointment of the new CFO as inside information. The appointment of the CFO was a factual circumstance which constitutes precise information, cf. section 3.2 (2) of the STA. Furthermore, the information was of such kind that a reasonable investor would be likely to use as part of the basis for its investment decision, cf. section 3-2 (2) of the STA. This in particular because the Company did not have an acting CFO at the time of the appointment. The information should at the latest be published at the time the new CFO was appointed, cf. section 3.2 (1) no. 8 of the Continuing Obligations.

The Exchange does not have grounds to conclude that the appointment of the new CFO constituted inside information prior to the publication of the stock exchange notice on 25 September 2017. However, the Exchange finds it concerning that the Company, when considering the information to be inside information, does not appear to have a sufficient level of awareness of the duties that apply when inside information occurs. This both with respect to the handling of the information itself and the duty to draw up a list of persons with access to the information. It is of a high concern for the Exchange that the press was able to obtain the information in the stock exchange release in advance of the notice being published.

In the Company's comments to the advance notice of resolution, the Company has stated that it regrets the leakage of information around the appointment of CFO and that it is correct that the Company was unable to discover how the leakage occurred. The Company is however of the opinion that it is incorrect to conclude that the Company is not aware of its obligation to draw up insider lists, which obligation is considered every time external parties, not yet subject to the inside information restrictions, are involved in matters considering inside information.

To the latter, the Exchange would like to point out the obligation to draw up an insider list does not only apply when inside information is given to external parties. The insider list shall contain a list of all persons having access to the inside information in question, both representatives of the Company, and regardless of whether these are included on the primary insider lists, as well as any external parties.

#### 5.6 News article with non-accurate statements from the Company

The news article in DN dated 24 September 2017, included certain accusations between the Company and its two former CFOs, as well as claims of the auditor having addressed a number of items towards the Company, including outstanding payments to employees and customers and certain related party arrangements<sup>80</sup>. In the news article, [REDACTED] (chairman) is quoted the following: *"Everything*

---

<sup>79</sup> E-mail correspondence between the Company and the Oslo Stock Exchange between 2 October 2017 and 25 October 2017 is attached as [Appendix 12](#)

<sup>80</sup> News article from DN dated 24 September 2017 is attached as [Appendix 11](#)  
(<https://www.dn.no/nyheter/2017/09/24/2055/Bors/beskyldninger-om-vanstyre-i-oceanteam>)

*is covered in the annual accounts. They have been checked out by banks, the auditor, lenders, the Norwegian Financial Supervisory Authority, the Oslo Stock Exchange. Nothing is wrong”.*

The Oslo Stock Exchange considers this statement to be incorrect. The Oslo Stock Exchange has not reviewed nor checked out the matters addressed in the article. In addition, the auditor raised a number of concerns in the audit report for 2016 and the Oslo Stock Exchange is of the understanding that KPMG had not checked these out at the time of the news article.

Based on the Company’s correspondence with KPMG as presented to the Exchange by the Company, the Oslo Stock Exchange has not seen any indications that KPMG and the Company resolved the matter regarding the related party transactions prior the news article of 24 September 2017, as KPMG continued to request information and documentation regarding related party transactions until their services are suspended and KPMG resigned as the Company’s auditor on 14 November 2017.

In the news article in DN dated 14 November 2017<sup>81</sup>, [REDACTED] (CFO) is quoted on stating that they have solved the issue with the auditor regarding the related party transactions, but that they are waiting a confirmation from KPMG on this.

In their comments to the advance notice of resolution, the Company has stated that it has had unsatisfying experience with the biased reporting and has in the meantime stopped giving any comments to the press.

The Oslo Stock Exchange considers it highly unfortunate that the Company has provided such incorrect statements to the public. The statements could give the impression that on-going disagreements regarding matters such as legality of related party transactions had been checked out, when in fact this was still a concern for the auditor and had not been considered nor checked out by the Oslo Stock Exchange at the time of news article in DN on 24 September 2017.

## **6 The Company’s account of the case**

The Company has stated that a number of events have taken place in the past two years in relation to the Company. The global decline in the offshore industry has affected the Company severely, and is a matter which affects all parties active in the industry, creating shortage of funds, lack of resources and lost markets.

The Company has explained that despite its adaptability, it entered into a reorganization in October 2016, followed by lengthy negotiations with its bondholders and banks, eventually resulting in amendment and restatement of the Companies’ long term loans in June 2017. In the meantime, the Company has sold one of its major assets North Ocean 105, and also been faced with various issues around the accounting and compliance department with the dismissal of its former CFO and its former interim CFO.

The Company has acknowledged that it has been subject to leakages in the Norwegian press. The Company has argued that one of the effects of such leakages has been the negative publicity campaign in the Norwegian press, which is still ongoing and which creates unbalanced, insinuating and incorrect picture of the board and management of the Company and of the Company itself. The Company has stated that one of the direct effects of this campaign is the ongoing court case of minority shareholders seeking to enforce investigation and using as evidence confidential information of the Company and newspaper articles, causing substantial commercial damage to the Company.

---

<sup>81</sup> News article from DN dated 14 November 2017 is attached as [Appendix 5](https://www.dn.no/nyheter/2017/11/14/1814/Bors/bryter-med-revisor) (<https://www.dn.no/nyheter/2017/11/14/1814/Bors/bryter-med-revisor>)

Amidst the above, the Company has stated that it has attempted to continue its operations in compliance with the applicable rules and regulations in the various jurisdictions in which the group is active, which the Company acknowledges it has managed with a varying success.

The Company has acknowledged its failure to fully comply with the applicable rules and regulations for listed companies, but has argued that the Company has never intentionally withheld or provided misleading information to the public. The Company has stated that they have taken the findings by the Exchange very seriously and considers to make use of the offer provided on Company's request by the Exchange to further train its management and personnel in order to increase awareness and avoid non-compliance. This will be combined with further improvement measures currently considered by the board.

The Company has also provided certain comments to the various matters covered in this case, which have been set out and commented upon by the Oslo Stock Exchange under the relevant item under sections 0 and 0 above to which they apply. The comments are related to issues that appear incorrect to the Company or to give further clarification on. The Company has underlined that it has never been the intention of the Company and its management to intentionally breach its statutory obligations, to mislead the market or hide information.

#### **7 The Oslo Stock Exchange's assessment of the case**

The Oslo Stock Exchange does continuously monitor the issuers' compliance with the applicable disclosure obligations on the Exchange's market places. The Oslo Stock Exchange considers this work to be of high importance for maintaining the integrity of the market place. A well-functioning market is characterized by all market participants having access to the same information from the issuers at the same time so that investment decisions can be made on the same basis. This contributes to a correct pricing of the relevant financial instruments. The quality of the marketplace is accordingly affected negatively when the issuers do not comply with the disclosure obligations that apply to the issuers listed on the Oslo Stock Exchange.

The Exchange considers the issuers' competence on the disclosure obligations as important, which is also reflected in the Exchange rules. Pursuant to section 2.3.4 (2) first sentence of the Listing Rules, the company must have sufficient expertise to satisfy the requirements for the correct and proper management and distribution of information. Furthermore, it follows from section 2.3.4 (3) of the Listing Rules that the company must have procedures in place and be organized to ensure that the company's management and the officers responsible for disclosing information to the market become aware of essential information without undue delay. In addition, all members of the board of directors must have satisfactory expertise in respect of the rules that apply to companies listed on the Oslo Stock Exchange, cf. section 2.3.5 (4) of the Listing Rules. All the said provisions also applies as continuing obligations for the issuers, cf. section 2.3 of the Continuing Obligations.

The account of the various matters under section 0 and 0 has raised serious concerns with the Oslo Stock Exchange. The Company has on a number of occasions not provided information to the market in a timely and appropriate manner, this being both financial information, information about items set out in section 3.2 (1) no. 8 of the Continuing Obligations and inside information pursuant to section 3-2 of the STA and section 3.1.1 (1) of the Continuing Obligations. In addition, the several leakages of price sensitive information is of a high concern for the Exchange.

The disclosure rules are as mentioned key obligations for a listed issuer on the Oslo Stock Exchange, and compliance with these rules and other applicable issuer rules are essential when considering whether an issuer is suitable for listing. In addition, the various matters accounted for under section 0 above, has raised additional concerns with the Exchange in terms of the Company's suitability for



listing. The Exchange has therefore found it necessary to assess whether the Company's financial instruments are suitable for listing on the Oslo Stock Exchange and Nordic ABM.

#### 7.1 Suitability for listing

Pursuant to section 25 (1) first sentence of the Stock Exchange Act, cf. section 15.1 (1) of the Continuing Obligations and section 6.1 (1) of the ABM-rules, the Oslo Stock Exchange may delist financial instruments issued by the company if they no longer satisfy the exchange's conditions or rules, or if called for on other special grounds.

The Oslo Stock Exchange finds the Company's repeated breaches of the rules applicable to stock exchange listed companies serious. Although the Exchange several times has contacted the Company to ensure that complete and correct information is provided to the market and also asked the Company to review its internal procedures, the Company has not shown an improvement of its ability to comply with the rules applicable to stock exchange listed companies. The Exchange accordingly considers that there is a risk of future breaches by the Company.

As the account shows, the Exchange has had to follow-up with the Company on a number of occasions to ensure that appropriate information is given to the market. This is not in accordance with applicable rules, as both inside information and other required disclosures as a main rule shall be published at the issuer's own initiative and not as a result of control and instructions by the Exchange.

In addition, the Company's tendency to provide only fragmented parts of the relevant information to the market is of high concern for the Oslo Stock Exchange. When providing information to the market, it is important that all information relevant for the Company's investors to make a properly informed assessment when considering an investment decision in the Company's financial instruments is disclosed. As the account under section 0 and 0 shows, the Company has on several occasions not disclosed information which has entailed that the market has not been given a fair and complete picture of the information at hand with the Company. When an issuer fails to provide the market with correct and complete information, this increases the risk of different information being available in the market and an incorrect pricing of the Company's financial instruments.

The Exchange understands that a company may find itself in situations where there are disagreements with other parties about the grounds for the situation. However, this does not entail that the Company can omit key information from the market about incurred facts which the Company is obliged to disclose as an issuer, such as the suspension of the former CFO and the resignation by KPMG as the Company's statutory auditor. Although the issuers can provide their view on disputed matters, information about factual circumstances that have occurred should be as objective as possible. In addition, the issuers should also give a fair account of the view of the other party, although they were to disagree.

The Company appears to have a lack of awareness and competence on several of the rules that apply to companies listed on the Oslo Stock Exchange, this being both the obligations set out in the STA and the Continuing Obligations, as well as applicable Company Law.

The Exchange would also like to emphasize the importance of the issuers' duty to provide information to the Oslo Stock Exchange pursuant to section 2.6 (5) of the Continuing Obligations and section 24 (7) of the Stock Exchange Act.

The ability for the Oslo Stock Exchange to obtain information from the issuers is essential for the Exchange's follow-up of the issuers' compliance with the applicable issuer rules. Compliance with this duty to provide information to the Exchange is crucial for the Exchange's continuous efforts to facilitate

a marketplace where market participants have the same basis for information for their investment decisions.

The Company has breached the deadlines for reply to the Oslo Stock Exchange a number of times. This has required substantial additional work on the Exchange's hand for both obtaining information for making an appropriate assessment of the situation and also ensuring corrections of rule breaches by the Company.

The Exchange would like to address that the disclosure obligations on Nordic ABM are not equivalent to the disclosure obligations for issuers with shares listed on the Oslo Stock Exchange, and that the Exchange has not addressed any breaches of the ABM-rules in this case. However, where there are several breaches of rules applicable to issuers with shares listed on the Oslo Stock Exchange, and the Company has shown a lack of awareness and competence on several of the rules that apply to companies listed on the Oslo Stock Exchange to the extent as in this case, this is also of relevance when considering whether the Company's bonds are suitable for listing on Nordic ABM.

Pursuant to section 25 (1) second sentence of the Stock Exchange Act, cf. section 15.1 (1) second sentence of the Continuing Obligations, the Exchange cannot delist a financial instrument if this can be expected to cause material disadvantage for the shareholders or for the market's duties and function. This implies that a wide discretion has to be made as to the reasons for and against delisting when making the assessment of delisting. The interest of the Exchange and the market in being able to delist issuers which do not comply with the applicable rules must be weighed against the shareholders' interest in a continued listing. An equivalent assessment shall be made pursuant to section 6.1 (1) of the ABM rules in terms of the bondholders.

The Oslo Stock Exchange is of the opinion that a delisting generally will represent disadvantage for the holders of the Company's financial instruments as this implies that investors will lose the security from organized trading, such as the Company's disclosure obligations, financial reporting, disclosure of large shareholdings (*Nw. flaggeplikt*), mandatory offer rules etc.

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

After an overall assessment, the Oslo Stock Exchange has concluded not to delist the Company's financial instruments from trading. The Exchange has placed emphasis on the interests of the Company's shareholders and bondholders in a continued listing of the Company. The Exchange however emphasizes that if the Company does not take sufficient measures to improve its routines, competence and disclosures to avoid further breaches of the rules applicable to stock exchange listed companies, a new suitability assessment by the Exchange could lead to a delisting of the Company's financial instruments.

## 7.2 Violation charge

The Oslo Stock Exchange may impose a violation charge if a company breaches the provisions of the Stock Exchange Act or the Stock Exchange Regulations, or materially breaches the Stock Exchange Rules or business terms and conditions, cf. section 13-1 of the Stock Exchange Regulations and section 15.4 (1) of the Continuing Obligations. In terms of breaches of section 3.1.1 of the Continuing Obligations, the Exchange may impose a violation charge in accordance with section 17-4 of the STA and section 13-1 of the Securities Trading Regulations.

As mentioned above, compliance with the disclosure obligations are essential for issuers with financial instruments listed on the Oslo Stock Exchange. The Company's failure to comply with the rules on two different occasions, as well as not having the required audit committee in place over such long period of time, reduces the security an organized listing shall provide to the holders of the financial instruments and increase the risk of the financial instruments trading on different information. The Exchange finds it serious that the Company has failed to comply with several of the applicable stock exchange rules.

In addition, the ability for the Oslo Stock Exchange to obtain relevant information and documentation from the issuers listed on the Exchange is vital for the Exchange's ability to ensure appropriate control of and compliance with the rules applicable to the issuers listed on the Exchange.

The Oslo Stock Exchange has resolved to impose a violation charge on the Company due to the breaches of the Continuing Obligations as accounted for under section 0 above. The Exchange has concluded on three breaches of the Continuing Obligations, which entails breach of (i) section 3.2 of the Continuing Obligations regarding audit committee, (ii) section 3.2 (1) no. 8 of the Continuing Obligations regarding suspension of CFO, and (iii) section 5.2 (1) of the STA and section 3.1.1 of the Continuing Obligations regarding the resignation by KPMG as the Company's statutory auditor. In addition, the Company has breached the duty to provide requested information to the Exchange within the deadlines set by the Exchange pursuant to section 2.6 (5) of the Continuing Obligations and section 24 (7) of the Stock Exchange Act on several occasions. The Exchange considers the breaches of the Continuing Obligations as material.

The Oslo Stock Exchange has not imposed violation charges on cases that have comparable circumstances to this case. When determining the size of the violation charge, the Exchange has placed emphasis on the number of repeated breaches and that in all of the cases, the Exchange had to contact the Company to ensure that the relevant matter was corrected. The repeated breaches of section 2.6 (5) of the Continuing Obligations and section 24 (7) of the Stock Exchange Act is also taken into consideration when imposing the violation charge. It is the totality of the different matters which has been decisive for the Exchange when determining the size of the violation charge.

After an overall assessment, the Oslo Stock Exchange has resolved to impose a violation charge of seven (7) times the annual listing fee for the breaches set out in section 0 above.

The Oslo Stock Exchange has on 14 February 2018 made the following resolution:

*"A violation charge is hereby imposed on Oceanteam ASA for material breaches of the Continuing Obligations and the duty to immediately disclose inside information to the market in an amount of seven times the annual listing fee, i.e. NOK 1 315 300, cf. section 31 of the Stock Exchange Regulations and section 15.4 (1) of the Continuing Obligations, and sections 17-4 (3) and 15-1 of the Securities Trading Act and section 15-1 of the Securities Trading Regulations."*

### **3.2.2 Generell veiledning**

#### **3.2.2.1 NattoPharma ASA – Vedrørende kapitalendring i desember 2017, 09.01.2018**

Det vises til børsmelding fra NattoPharma ASA («Selskapet») av 21. desember 2017 vedrørende registrering av ny aksjekapital i forbindelse med gjennomføring av en rettet emisjon. Aksjekapitalen ble registrert i Foretaksregisteret 4. desember 2017. Løpende forpliktelser 11.4 (3) oppstiller et krav om at selskapet skal offentliggjøre endring av selskapets aksjekapital straks dette er gjennomført. For

norske allmennaksjeselskaper er dette på tidspunktet hvor kapitalendringen er registrert i Foretaksregisteret. Børsmeldingen var ca. 2 ½ uke forsinket og utgjør dermed et brudd på nevnte bestemmelse.

Selskapet har anført at de ikke var klar over nevnte krav. Børsen forstår at Selskapet kun har forholdt seg til Løpende forpliktelser punkt 3.2 (4) som angir at selskapene ved utgangen av hver måned som det finner sted en endring av aksjekapitalen eller stemmerettigheter, må offentliggjøre en oversikt over aksjekapitalen og antall aksjer i selskapet. Bestemmelsen er inntatt som følge av EØS-rettslige krav, men det følger av kommentarene til bestemmelsen at slik oversikt ikke er nødvendig å publisere dersom selskapet har offentliggjort registrering av kapitalforhøyelse e.l. Bestemmelsen har derfor liten praktisk betydning for endringer i aksjekapitalen som må meldes straks etter Løpende forpliktelser punkt 11.4 (3).

Selskapet har forklart at bakgrunnen for at melding om registrering av kapitalforhøyelsen ikke ble rettidig publisert er at det har vært forsinkelse av levering av aksjene til tegneren i den rettede emisjonen. Årsaken til dette er at vedkommende tegner ikke har kunnet fremlegge nødvendig dokumentasjon om «ultimate beneficial owner».

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 uriktig 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, og selskapets markedsverdi og børsens indekser baserer seg også på denne.

Børsen understreker at plikten til å melde registrerte endringer i aksjekapitalen i henhold til Løpende forpliktelser punkt 11.4 (3) gjelder uavhengig av om de nytstedte aksjene er levert til relevant VPS-konto. Videre mener børsen på generelt grunnlag at utstederne bør gjøre de nødvendige forberedelser og legge til rette for at hvitvaskingskontroll gjennomføres i forkant for å besørge at aksjene blir registrert i VPS så raskt som mulig etter at kapitalforhøyelse er registrert i Foretaksregisteret, jf. allmennaksjeloven § 4-8 annet ledd annet punktum. Børsen mener dette særlig burde vært mulig i foreliggende sak hvor emisjonen var rettet mot kun én investor.

Det fremgår av børsmeldingen av 21. desember 2017 at aksjene ikke er omsettbare ettersom de ikke er registrert på relevant VPS konto, men at dette er forventet å komme på plass så snart som praktisk mulig. Børsen minner for ordens skyld Selskapet om å publisere børsmelding når dette er gjennomført.

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

### **3.2.2.2 Element ASA - Plikt til å publisere utvidet melding og informasjonsdokument, samt innsendelse av redegjørelse for fortsatt notering, 31.01.2018**

#### **1 Innledning**

Det vises til børsmelding fra Element ASA («Selskapet») av 22. november 2016 vedrørende inngåelse av avtale som ga Selskapet en opsjon på å kjøpe en 51 % andel i Ambershaw Metallics Inc. («AMI»), samt etterfølgende korrespondanse mellom Selskapet og Oslo Børs i den forbindelse. Det fremgikk videre av meldingen at kjøpet skulle gjennomføres ved en rettet emisjon på USD 7 millioner, som tilsa en kjøpesum på tilsvarende beløp.

Spørsmålet er om inngåelsen av opsjonsavtalen utløste krav til publisering av utvidet melding og informasjonsdokument og innsendelse av redegjørelse om fortsatt børsnotering i henhold til Løpende forpliktelser punkt 3.4, 3.5 og 12.3.

## 2 Om Selskapet og dets virksomhet

Selskapet ble notert på Oslo Børs 21. desember 2006 under navnet Intex Resources ASA. Selskapet endret navn til Element ASA den 31. oktober 2017. Selskapets aksjer handles under ticker «ELE» og har en markedsverdi på ca. NOK 300 millioner per 31. januar 2018.

På egne nettsider beskrives Selskapet som et prosjektinvesteringsselskap innenfor mineralsektoren med tre investeringer:

- 1) Ambershaw Metallics Inc:** AMI er et kanadisk metall- og gruveselskap med en magnetittforekomst som hovedressurs. Det er ikke igangsatt produksjon. AMI er kontrollert av Legacy Hill Resources Ltd («LHR»). Hovedressursen i AMI er magnetittforekomsten Bending Lake. Selskapet eier 5 % av AMI og har en opsjon på å sikre seg 51 % eierskap gjennom aksjeutstedelse eller ved kjøp av aksjer fra dagens kontrollerende eier.
- 2) Mindoro:** Nikkelforekomst på Filippinene. Det er ikke produksjon i gruen og er i regnskapene presentert som «discontinued operations». Selskapet har i lengre tid kommunisert at de søker å avhende gruen.
- 3) Prosjekt Token:** Selskapet har inngått en «Terms of Agreement» for å vurdere en utstedelse av digitale tokens med sikkerhet i Selskapets råvarereserver, henholdsvis jernmalm og nikkel. Dette vil være en såkalt «Initial Coin Offering», basert på blockchain teknologi. De nevnte tokens skal kunne veksles inn i Selskapets råvarereserver.

## 3 Relevant regelverk

### *Plikt til å publisere utvidet melding og informasjonsdokument*

Det følger av Løpende forpliktelser punkt 3.4.1 (1) at selskapet er forpliktet til å offentliggjøre en utvidet børsmelding, dersom det inngår avtale om en transaksjon som innebærer en endring på mer enn 5 % i forhold til kriteriene nevnt i punkt 3.4.1 (3).

Videre følger det av Løpende forpliktelser punkt 3.5.1 (1) at selskapet skal offentliggjøre et informasjonsdokument, dersom det inngår avtale om en transaksjon som innebærer en endring på mer enn 25 % i forhold til kriteriene nevnt i punkt 3.5.1 (3) offentliggjøre et informasjonsdokument.

Kravene til innhold og fristene for offentliggjøring av utvidet melding og informasjonsdokument følger av nærmere bestemmelser i løpende forpliktelser punkt 3.5 og 3.4. Kriteriene endringen skal måles mot er de samme for begge bestemmelser og er i utgangspunktet eiendeler, driftsinntekter og årsresultat.

Det fremgår følgende av veiledningen til løpende forpliktelser punkt 3.5.1 under overskriften «Særlig om opsjonsavtaler»: «*Ved tildeling, erverv eller utstedelse av opsjoner eller tilsvarende rettigheter til erverv eller avhendelse av virksomhet eller eiendel der avtale anses inngått på tidspunktet for tildeling, erverv eller utstedelse, beregnes normalt terskelverdiene som om opsjonen eller rettigheten hadde vært utøvd.*»

Det følger av veiledningen til Løpende forpliktelser punkt 3.5.1 (som også gjelder som veiledning til punkt 3.4 hva gjelder utvidet melding, jf. tredje avsnitt i kommentarene til denne) at beregningen av om transaksjonen medfører en kvalifisert endring skal skje ut fra størrelsesindikatorerne i selskapets

siste offentliggjorte årsregnskap, alternativt det neste årsregnskap som vil bli offentliggjort. Beregningene skal baseres på verdiene før ervervet eller avhendelsen. Videre følger det av veiledningen at det ved beregningen av endringen i størrelsesindikatoren eiendeler i selskapets regnskaper må det tas hensyn til den samlede effekt transaksjonen har på selskapets eiendeler, herunder eventuelle merverdier og goodwill.

Børsen kan i henhold til Løpende forpliktelser punkt 3.4.1 (4) og 3.5.1 (5), helt eller delvis fritta selskapet fra opplysningsplikten for utvidet melding og informasjonsdokument når de opplysninger som skal gis ikke antas å ha betydning for vurderingen av de børsnoterte aksjene eller særlige grunner for øvrig tilsier det.

#### *Redegjørelse for fortsatt notering ved vesentlig endring i selskapet*

Det følger av Løpende forpliktelser punkt 12.3, jf. punkt 12.1 og 12.2 at selskapet skal sende en orientering til børsen dersom det på andre måter enn nevnt i punkt 12.1 og 12.2 endrer karakter, avviker vesentlige deler av virksomheten eller inngår avtale om transaksjon som innebærer en endring på mer enn 50 % målt mot kriteriene nevnt i punkt 3.5.1. Redegjørelsen skal kort redegjøre for om selskapet etter endringen fortsatt oppfyller vilkårene for opptak til børsnotering, jf. Løpende forpliktelser punkt 12.1 (1). Fristen for innsendelse av slik redegjørelse er fem børsdager etter inngåelsen av avtalen, jf. Løpende forpliktelser punkt 12.3, jf. punkt 12.1 (1).

I orienteringen skal det kort redegjøres for om selskapet oppfyller vilkårene for opptak til børsnotering og det skal angis om noteringen ønskes videreført. I samsvar med løpende forpliktelser punkt 12.1 (3) kan børsen senest 15 børsdager etter at orientering er mottatt pålegge selskapet å sende inn et dokument som innholdsmessig tilfredsstillende kravene til børsnotering, jf. opptaksreglene punkt 3.4. I særlige tilfeller kan børsen fastsette at også andre deler av opptaksprosessen nevnt i opptaksreglene punkt 3 og 5 skal følges.

#### **4 Børsens undersøkelser**

Oslo Børs ble oppmerksom på opsjonsavtalen gjennom informasjon publisert i senere børsmeldinger av Selskapet i 2017. Børsen hadde ikke grunnlag for å foreta en fullstendig beregning av effekten i regnskapet til Selskapet ved utøvelse av opsjonen i form av kjøp av 51 % av aksjene i AMI, men basert på Selskapets årsregnskap synes en transaksjon i størrelsesorden USD 7 millioner å kunne medføre en betydelig endring i Selskapets balanse. Børsen ba derfor Selskapet om en vurdering av om inngåelse av opsjonsavtalen utløste plikt til å utarbeide utvidet melding i henhold til Løpende forpliktelser punkt 3.4 og informasjonsdokument i henhold til Løpende forpliktelser punkt 3.5.

Videre vurderte børsen at inngåelse av opsjonsavtalen utløste krav til redegjørelse om fortsatt notering i henhold til Løpende forpliktelser punkt 12.3, jf. punkt 12.1 og 12.2. Dette på bakgrunn av at det fremsto som sannsynlig at endringen som følge av avtalen ville medføre en endring på mer enn 50 % av Selskapets balanse. I tillegg mente børsen at virksomheten i AMI skilte seg vesentlig fra Selskapets virksomhet i Filippinene, hvor gruven ikke var i produksjon og i regnskapene presentert som «discontinued operations». Selskapet hadde også i lengre tid kommunisert at det søkte å selge denne virksomheten. Dette i motsetning til virksomheten til AMI, hvor Selskapet hadde kommunisert et mål om kommersiell produksjon og forventning om fremtidig inntjening. Børsen mente videre at Selskapets lanserte planer om å utvikle digitale token basert på jernmalmressursen eid av AMI underbygget betydningen av opsjonsavtalen ytterligere. Børsen ba derfor om oversendelse av redegjørelse for fortsatt notering, jf. Løpende forpliktelser punkt 12.3.

Selskapet besvarte henvendelsen fra Oslo Børs hvor de argumenterte med at informasjonen som allerede var gitt til markedet i alle henseender oppfylte informasjonskravene i Løpende forpliktelser

punkt 3.4 og 3.5. Videre søkte Selskapet primært om dispensasjon fra plikten til å publisere informasjonsdokument, alternativt om en fristutsettelse frem til opsjonen faktisk ble utøvet.

Børsen la i tilbakemeldingen til grunn at inngåelsen av opsjonsavtalen utløste krav til publisering av utvidet melding og informasjonsdokument, og innvilget dispensasjon fra disse forpliktelsene. Ved innvilgelsen av slik dispensasjon ble det lagt vekt på at det etter inngåelsen av opsjonsavtalen var gitt betydelig informasjon om denne til markedet, og det ble særlig vist til Selskapets prospekt av 29. mai 2017. I lys av dette fant Oslo Børs det ikke hensiktsmessig å pålegge Selskapet å utarbeide utvidet melding eller informasjonsdokument såpass lang tid etter inngåelsen av opsjonsavtalen. Børsen presiserte at vilkårene for dispensasjon fra plikten til å offentliggjøre utvidet melding og informasjonsdokument trolig ikke forelå på tidspunkt for inngåelse av opsjonsavtalen, slik at den manglende oppfyllelsen av de forpliktelser som fulgte av disse bestemmelsene kunne bli gjenstand for ytterligere oppfølging fra Oslo Børs. Videre ble det understreket at søknad om dispensasjon burde vært forelagt børsen før fristen for å offentliggjøre utvidet melding og informasjonsdokument utløp.

Når det gjaldt spørsmålet om redegjørelse for fortsatt notering, stilte Selskapet spørsmål ved om inngåelsen av opsjonsavtalen utløste krav til slik redegjørelse ettersom det ble anført at det var en stor usikkerhet med hensyn til om opsjonen under avtalen ville bli utøvet. Selskapet valgte likevel å inngi en slik redegjørelse til Oslo Børs.

## **5 Selskapets anførsler**

### *Nærmere om opsjonsavtalen og finansiering ved utøvelse av opsjonen*

Selskapet har til børsen opplyst at den underliggende opsjonsavtalen fastsetter at opsjonen enten kan utøves ved at Selskapet tegner et visst antall aksjer i AMI som bringer Element opp til 51 % eierandel i AMI, eller ved at et tilsvarende antall aksjer i AMI kjøpes fra nåværende majoritetsaksjonær i AMI, LHR (eventuelt en kombinasjon av foregående).

Selskapets tilgang til finansiering av opsjonen vil ifølge Selskapet avhenge av om man benytter både lånefasiliteten på inntil NOK 50 millioner inngått med Blue Ocean Advisors Inc. («**BOA**») og aksjetegningsfasiliteten på inntil NOK 80 millioner med GEM Global Yield Fund (som siden er erstattet av en tilsvarende avtale med BOA).

### *Utvidet melding og informasjonsdokument*

Selskapet har bekreftet at opsjonsavtalen, som gir Selskapet rett til å erverve inntil 51 % av AMI, vil kunne medføre en endring på minst 25 % av konsernets balanseførte eiendeler sammenliknet med konsernets balanseførte eiendeler per 31. desember 2015 (og også per 31. desember 2016) dersom opsjonen hadde blitt utøvet på tidspunktet for inngåelsen av avtalen, forutsatt en kjøpesum på USD 7 millioner.

Selskapet har anført at det ikke var kjent med at inngåelsen av en opsjonsavtale, hvor det var svært stor usikkerhet med hensyn til om opsjonen ville bli utøvet, kunne utløse krav til å publisere utvidet melding og informasjonsdokument. Selskapet har forklart at det ved inngåelse av opsjonsavtalen kun hadde finansiering til å gjennomføre opsjonsavtalen gjennom aksjetegningsavtalen, og at opsjonen for øvrig var betinget av gjennomføring av tilfredsstillende due diligence og fremforhandling av aksjonær- og managementavtaler. Videre ble det forklart at det senere har vist seg uhenktsmessig for Selskapet å benytte aksjetegningsfasiliteten og at den konvertible lånefasiliteten ikke er stor nok til at Selskapet kan utøve opsjonen.

Selskapet har videre anført at børsmeldingene publisert av Selskapet den 22. november 2016 kl. 10.12 og 12.47 oppfyller informasjonskravene til utvidet melding i henhold til Løpende forpliktelser punkt 3.4.2.

Når det gjelder kravet til informasjonsdokument, har Selskapet anført at det i senere børsmeldinger av 28. februar, 1. juni, 27. juli og 31. august 2017, samt prospekt av 29. mai 2017, er gitt tilstrekkelig informasjon om opsjonsavtalen og AMI til å gjøre en velfundert vurdering av Selskapets finansielle stilling og utsikter. Selskapet har erkjent at pro forma finansiell informasjon ikke ble inntatt i prospektet, men fremhever at Finanstilsynet heller ikke krevde dette. Selskapet har anført overfor Oslo Børs at det ville virke kunstig å utarbeide pro forma finansiell informasjon for en transaksjon hvor det var beheftet med reell usikkerhet om opsjonen faktisk ville gjennomføres.

#### *Redegjørelse for fortsatt notering*

Selskapet har erkjent at inngåelsen av opsjonsavtalen vil kunne medføre en endring på minst 50 % sammenliknet med Selskapets balanseførte eiendeler per 31. desember 2015. Som nevnt ovenfor, har Selskapet stilt spørsmål ved om inngåelsen av opsjonsavtalen utløste krav til redegjørelse for fortsatt notering ettersom det var en stor usikkerhet med hensyn til om opsjonen under avtalen ville bli utøvet. Selskapet valgte likevel å inngi en slik redegjørelse til Oslo Børs.

### **6 Børsens vurdering av saken**

#### *Utvidet melding og informasjonsdokument*

Børsen finner at plikten til å offentliggjøre utvidet melding og informasjonsdokument ble utløst ved inngåelse av opsjonsavtalen vedrørende AMI den 22. november 2016. Det vises til at kommentaren til Løpende forpliktelser punkt 3.5.1 (som også gjelder som veiledning til punkt 3.4.1 hva gjelder utvidet melding, jf. tredje avsnitt i kommentarene til denne) har et eget underpunkt «Særlig om opsjonsavtaler» hvor det fremgår at det ved inngåelse av opsjonsavtaler normalt skal gjøres en beregning av terskelverdiene som om opsjonen hadde vært utøvet. Selskapet har også erkjent at opsjonen ved en slik beregning medfører en endring av Selskapets balanse som utløser krav til publisering av utvidet melding og informasjonsdokument.

Videre følger det av kommentaren til Løpende forpliktelser punkt 3.5.4 (som også gjelder som veiledning til punkt 3.4.3 hva gjelder utvidet melding, jf. første avsnitt i kommentarene til denne) at det fristen for publisering av informasjonsdokument som utgangspunkt begynner å løpe ved inngåelse av opsjonsavtalen. Dersom dette utgangspunktet skal fravikes, legger børsen til grunn at dette må avklares i forbindelse med inngåelse av avtalen, noe som ikke ble gjort i foreliggende sak.

Utvidet melding skulle derfor vært publisert innen børsåpning 25. november 2016 (tredje børsdag etter inngåelse av opsjonsavtalen) og informasjonsdokument innen børsåpning 4. januar 2017 (30. børsdag etter inngåelse av opsjonsavtalen).

Børsen er imidlertid enig med Selskapet i at børsmeldingene som ble publisert den 22. november 2016 kl. 10.12 og 12.47 inneholder den informasjon som påkreves å innta i en utvidet melding i henhold til Løpende forpliktelser punkt 3.4.2. Børsen konkluderer dermed med at det ikke foreligger brudd på plikten til å publisere utvidet melding i henhold til Løpende forpliktelser punkt 3.4.

Når det gjelder plikten til å publisere informasjonsdokument etter Løpende forpliktelser punkt 3.5 finner børsen derimot at det foreligger et klart brudd på plikten til å utarbeide og publisere informasjonsdokument. I motsetning til en utvidet melding, skal informasjonsdokument foreligge i et separat dokument som er gjenstand for kontroll av Oslo Børs før publisering. Informasjonsdokumentet skal videre publiseres innenfor fristen oppstilt i Løpende forpliktelser punkt 3.5.4. Børsen finner dermed at det har svært begrenset betydning ved vurderingen av om det foreligger et brudd på Løpende forpliktelser punkt 3.5 at Selskapet etter utløpet av fristen har publisert informasjon om opsjonsavtalen.



Selskapet har blant annet argumentert med at Finanstilsynet ved kontrollen av prospektet ikke problematiserte om opsjonsavtalen kunne utgjøre en «significant gross change» eller en bindende avtale etter prospektreglene som kunne utløse krav til pro forma finansiell informasjon i prospekt. Til dette ønsker Oslo Børs å gjøre oppmerksom på femte avsnitt i kommentaren til punkt 3.5.1 hvor det fremgår at *«For ordens skyld understrekes også at tidspunktet for plikt til å offentliggjøre informasjonsdokument ikke er samordnet med reglene om på hvilket stadium i transaksjonen plikt til å utarbeide pro forma informasjon i prospekt oppstår. Det siste spørsmålet er nærmere regulert i prospektforordningen art. 4a(5) som endret ved Kommisjonsforordning (EF) nr. 211/2007. Fortolkningen av om det foreligger en "binding agreement", og i tilfelle etter nærmere vurderinger skulle vært krevet pro forma informasjon i prospekt etter disse reglene, er således ikke avgjørende for om det foreligger en "avtale" etter pkt. 3.5.4 første og annet ledd.»*

Etter børsens vurdering støtter dette dermed børsens utgangspunkt om at en opsjonsavtale kan utløse krav til informasjonsdokument. Børsen er derimot enig med Selskapet i at det kunne være forhold i foreliggende sak som kunne tilsi at det ikke ville være påkrevet å innta pro forma finansiell informasjon i informasjonsdokumentet. Dette har derimot svært begrenset betydning for om det utgjorde et brudd på plikten til å publisere et informasjonsdokument ved inngåelse av opsjonsavtalen. Som nevnt skal informasjonsdokument foreligge i et separat dokument og være gjenstand for kontroll av Oslo Børs og eventuelle unntak fra informasjonskravene må avklares i forbindelse med inngåelse av den relevante avtalen. Dette ble ikke gjort i foreliggende sak. I tillegg mener børsen som nevnt at opplysninger publisert i etterkant av utløpet av fristen for å publisere informasjonsdokumentet ikke har relevans for spørsmålet om det forelå et brudd på plikten til å informasjonsdokument innen den frist som Løpende forpliktelser punkt 3.5.4 oppstiller. Børsen konkluderer derfor med at Selskapet har brutt plikten til å publisere et informasjonsdokument for inngåelsen av opsjonsavtalen vedrørende 51 % eierandel i AMI, jf. Løpende forpliktelser punkt 3.5.

#### *Redegjørelse for fortsatt notering*

Børsen mener Selskapet var forpliktet til å inngi en redegjørelse om fortsatt notering innen fem børsdager etter inngåelsen av opsjonsavtalen i henhold til Løpende forpliktelser punkt 12.3, jf. punkt 12.1 og 12.2 som følge av inngåelse av avtalen om en opsjon på 51 % eierskap i AMI og det vises til begrunnelsen under punkt 0 ovenfor. Børsen anser at det i foreliggende sak er uten betydning at avtalen gjaldt en opsjon, hvor det vises til begrunnelsen under punkt 4.

#### *Særlig om Selskapets anførsel om usikkerheten knyttet til utøvelse av opsjonen*

Selskapet har i kommunikasjonen med Oslo Børs om foreliggende sak gjennomgående argumentert med at det både på tidspunktet for inngåelse av opsjonsavtalen og per dato for redegjørelsene til Oslo Børs av 13. november 2017, forelå en «svært stor» usikkerhet knyttet til om opsjonen ville bli utøvet. Oslo Børs registrerte samtidig at Selskapet ved offentliggjøring av inngåelse av opsjonsavtalen, og relativt nylig, hadde kommunisert til markedet at man har tilstrekkelig finansiering til å utøve opsjonen.

Det vises i den forbindelse blant annet til børsmelding av 22. november 2016 kl. 12.47, hvor det fremgår på den vedlagte presentasjonens slide 5 at *«A financing facility is already secured for the investment»* og på slide 14 gis det nærmere informasjon om aksjetegningsavtalen på NOK 80 millioner med GEM.

Det vises også til børsmelding av 31. august 2017 hvor det angis at *«Intex Resources ASA ("Intex" eller "Selskapet") har sikret et rentefritt konvertibelt lån på totalt NOK 50 millioner fra Blue Ocean Advisors Inc. på visse betingelser. Denne fasiliteten sikrer finansieringen av Intex planlagte investering i Ambershaw Metallics Inc ("AMI") (...)»* og *«Lånefasiliteten sikrer finansieringsbehovet samtidig som den gir Intex mulighet til å se etter alternative finansieringskilder, sier Cecilie Grue, konstituert CEO.»*

Videre vises til det også til innkalling til ekstraordinær generalforsamling som ble offentliggjort den 4. oktober 2017, sak 6 og 7 om styrets forslag om opptak av konvertibelt lån og utstedelse av frittstående tegningsretter: «*Den 31. august 2017 annonserte Selskapet at det hadde sikret et rentefritt konvertibelt lån på totalt NOK 50 millioner (...) fra Blue Ocean Advisors Inc. (...). Samtidig annonserte Selskapet at det hadde hentet i overkant av NOK 5 millioner i en rettet emisjon. Den Konvertible Lånefasiliteten sammen med kapitalen hentet i den rettede emisjonen sikrer finansieringen av Selskapets planlagte investering i Ambershaw Metallics Inc., (...)*».

Selskapet har erkjent at det er riktig som kommunisert til markedet, at Selskapet har tilstrekkelig finansiering til utøvelse av opsjonen gjennom aksjetegningsfasiliteten og den konvertible lånefasiliteten. Selskapet har deretter anført at slik finansiering vil være dyr og også utvannende for øvrige aksjonærer, og at Selskapet dermed primært ønsker å finansiere opsjonen gjennom mindre utvannende tiltak og mer tilpassede finansieringsfasiliteter.

Selskapet har erkjent at det kunne vært mer presis i redegjørelsen til Oslo Børs og at det heller skulle vært angitt at Selskapet anså at foreliggende finansieringsmuligheter ikke nødvendigvis var de mest hensiktsmessige for å finansiere opsjonen, selv om de isolert sett kan benyttes for dette formålet. Selskapet har formidlet til Oslo Børs at det i fremtidig kommunikasjon med børsen og markedet vil kommunisere tydeligere de forutsetninger som ligger til grunn for uttalelser om tilgang til finansiering.

Oslo Børs er fremdeles kritisk til om det medfører riktighet at Selskapet anser at den tilgjengelige finansieringen er uhensiktsmessig for utøvelse av opsjonen og realiteten i Selskapets ønske om finansiering av opsjonen gjennom mindre utvannede tiltak. Det vises i den forbindelse til at Selskapet i perioden fra den konvertible lånefasiliteten med BOA på NOK 50 millioner ble godkjent av generalforsamlingen i Selskapet den 27. oktober 2017, har trukket på lånefasiliteten fem ganger som utgjør et totalbeløp på NOK 25 millioner. Børsen registrerer at to av trekkene har skjedd i henhold til en rett BOA har etter låneavtalen, men øvrige trekk er besluttet av Selskapet og senest den 12. desember 2017. Børsen bemerker også at Selskapets CEO i møte med børsen den 3. november 2017 omtalte utøvelse av opsjonen som en «teknikalitet». Kommunikasjonen til markedet om finansieringen som redegjort for ovenfor, tilsier også at Selskapet vil benytte nevnte finansieringsmåter til opsjonsavtalen. Dette informasjonsbildet står i betydelig kontrast til den informasjonen som er gitt til børsen gjennom redegjørelsen av 13. november 2017.

Børsen ønsker å understreke viktigheten av at Oslo Børs blir gitt korrekt og presis informasjon i sin dialog med Selskapet. Børsen er avhengig av at utstedere ved oppfyllelse av opplysningsplikten til Oslo Børs i henhold til Løpende forpliktelser punkt 2.6 (5) gir korrekt informasjon for at børsen skal å kunne sikre en forsvarlig vurdering av eventuelle regelbrudd. Børsens tillit til at utstedere gir korrekt og presis informasjon er derfor av sentral betydning for en utsteders egnethet for notering på børsens markedsplasser.

Børsen bemerker videre at Selskapets virksomhet inneholder kompliserte elementer som det er sentralt at markedet får korrekt og presis informasjon om gjennom Selskapets børsmeldinger. Dette gjelder for det første finansieringen gjennom den konvertible lånefasiliteten, hvor det er viktig at Selskapets aksjonærer får korrekt og presis informasjon om konsekvensene en slik løsning har for dem som aksjonærer, herunder utvanningseffekter. Videre er dette også av særlig betydning for Selskapets planlagte utstedelse av digitale tokens. Kryptovaluta er et relativt nytt fenomen som er foreløpig ikke er underlagt særskilt regulering. Børsen ønsker derfor å understreke viktigheten av at Selskapet gir korrekt, presis og tilstrekkelig informasjon om vilkårene for tegning og handel av digitale tokens, samt konsekvensene en slik utøvelse har for Selskapets aksjonærer og verdier i Selskapet.

Etter en samlet vurdering har Oslo Børs besluttet å avslutte behandlingen av saken ved dette brevet. Det har blitt lagt vekt på at Selskapet har blitt gitt dispensasjon fra kravet til publisering av

informasjonsdokument, samt at Selskapet har inngitt en redegjørelse for fortsatt notering på anmodning fra børsen. Videre vektlegges det at det fra tidspunktet hvor avtalen ble inngått og børsen fulgte opp forholdet er publisert betydelig informasjon om opsjonsavtalen til markedet. Det forutsettes at Selskapet fremover overholder informasjonsplikten til markedet og opplysningsplikten til børsen. Børsen ønsker likevel å bemerke at eventuelle fremtidige brudd kan medføre sanksjon i form av overtredelsesgebyr eller andre tiltak.

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

### **3.2.2.3 Raufoss Industripark – Manglende informasjon obligasjonsutsteder, e-post fra Oslo Børs 01.02.2018**

Det vises til børs melding fra Raufoss Industripark 19. januar 2018 hvor noteringsdokumentet som lå til grunn for noteringen av selskapets obligasjonslån på Nordic ABM den 15. desember 2017 korrigeres. Noteringsdokumentet gir kun opplysninger om selskapets egenkapital pr. utgangen av 2016 og reflekterer ikke vedtatte utbytter i 2017. Oslo Børs anser dette som brudd på innholdskravene til noteringsdokument, som inngår i vilkårene for registrering på Nordic ABM.

Selskapet har i ansvarserklæringen i opptaksdokumentet signert på at opplysningene i opptaksdokumentet, så langt en kjenner til, er i samsvar med de faktiske forhold og at det ikke forekommer uttalelser som er av en slik art at de kan endre opptaksdokumentets betydningsinnhold, jf. ABM reglene pkt. 2.7.2.1.

I henhold til ABM reglene pkt. 2.7.2.3 skal Låntagers egenkapital og fordelingen av denne på fri og bunden egenkapital fremkomme. Det skal videre opplyses om forestående endringer i egenkapitalen som er vedtatt.

De overnevnte innholdskravene var ikke oppfylt da børsen avsluttet kontrollen av noteringsdokumentet og registrerte lånet på Nordic ABM.

ABM reglene pkt. 2.7.1.1 sier følgende om opptaksdokumentets formål: *«Opptaksdokument utarbeidet etter ABM reglene skal inneholde de opplysninger som, avhengig av særlige forhold hos låntager, er nødvendige for at investorene og deres investeringsrådgivere skal kunne foreta en velfundert vurdering av låntagers balanse, resultat og utsikter, og av rettigheter knyttet til lånet. Opptaksdokumentet skal ikke inneholde villedende eller ufullstendige opplysninger om forhold som må tillegges vekt ved bedømmelsen av spørsmålet om å erverve eller avhende obligasjoner»*. Når et kontrollert opptaksdokument gir feilaktig informasjon av vesentlig karakter om utsteders egenkapital mener Oslo Børs at dokumentet kan føre til at investorene og deres investeringsrådgivere ikke har det nødvendige beslutningsgrunnlaget for sine investeringsbeslutninger.

Oslo Børs er kritiske til at noteringsdokumentet ikke inneholdt fullstendig informasjon om egenkapitalsituasjonen i selskapet, og legger til grunn at selskapet øker nøyaktigheten i sin fremtidig kommunikasjon med markedet. Oslo Børs vil samtidig gi positiv tilbakemelding på selskapets håndtering av situasjonen når feilen først ble oppdaget. Fra feilen ble identifisert av selskapet, og frem til korreksjonen ble offentliggjort gikk det kort tid, og kommunikasjonen til markedet var i tråd med børsens anbefaling.

Oslo Børs avslutter saken med denne e-posten.

### **3.2.2.4 S.D. Standard Drilling Plc - Brev vedrørende rettet emisjon og reparasjonsemisjon, 08.03.2018**

#### **1 Innledning**

Det vises til kapitalinnhenting fra S.D. Standard Drilling Plc («**Selskapet**») som ble offentliggjort 31. oktober 2017.

Den 31. oktober 2017 kl. 08.53 offentliggjorde Selskapet en børsmelding om en kapitalinnhentelse på NOK 200 millioner ved utstedelse av inntil 152 671 756 nye aksjer til en fast tegningskurs på NOK 1,31 per aksje («**Emisjonen**»). Emisjonen ble rettet til aksjonærer i Selskapet per 30. oktober 2017 og besto av to transjer.

Transje 1 besto av inntil 145 432 069 aksjer, og var rettet mot aksjeeiere per 30. oktober 2017 med en minstetegning på et beløp i NOK tilsvarende EUR 100 000. Aksjonærer som søkte tegning i Transje 1 kunne ikke søke tegning i Transje 2. Tegningsperioden for Transje 1 løp fra 31. oktober 2017 til kl. 08.00 (norsk tid) den 1. november 2017.

Transje 2 besto av inntil 7 239 687 aksjer, og var rettet mot aksjeeiere som per 30. oktober 2017 eide aksjer for en verdi tilsvarende EUR 99 999 eller mindre. Tegningsperioden for Transje 2 løp fra 31. oktober 2017 til kl. 16:30 (norsk tid) den 3. november 2017.

Emisjonen var garantert av seks store aksjonærer i Selskapet, som også ville tegne seg og bli allokert minst 68 249 640 aksjer i Transje 1. Midlene fra Emisjonen skulle benyttes til finansering av kjøp av to PSVer for USD 22,2 millioner. Kjøpet av PSVene ble annonsert den 12. oktober 2017.

Sluttkurs for Selskapets aksjer den 30. oktober 2017 var NOK 1,33 og volumveiet gjennomsnittskurs («**VWAP**») fra 1. oktober 2017 til 30. oktober 2017 var NOK 1,3404.

#### **2 Informasjonsplikt**

##### **2.1 Børsens undersøkelser**

Oslo Børs gjør regelmessig rutinemessige undersøkelser for å avdekke brudd på utstedernes informasjonsplikt. Børsen innhentet derfor kort tid etter annonseringen av Emisjonen en redegjørelse fra Selskapet om bakgrunnen for Emisjonen og prosessen som ledet frem til annonseringen av denne den 31. oktober 2017. Videre ba børsen om en redegjørelse for Selskapets vurdering av om og eventuelt på hvilket tidspunkt Selskapet anså at forholdet utgjorde innsideinformasjon, herunder om det ble vurdert utsatt offentliggjøring i forkant av publiseringen den 31. oktober 2017.

##### **2.2 De faktiske forhold**

Selskapet har opplyst at Clarksons Platou Securities AS («**Clarksons**») ble kontaktet av Selskapet mandag 23. oktober 2017 for å vurdere en egenkapitalinnhenting for finansering av PSVene. Alternative strukturer for innhenting av egenkapital ble i de følgende dagene vurdert av Selskapet, Clarksons og Selskapets juridiske rådgiver CLP.

På ettermiddagen torsdag 26. oktober 2017 ble det avholdt en telefonkonferanse mellom Selskapet, Clarksons og CLP hvor det ble diskutert at det skulle fremmes et forslag til styret om å jobbe videre med en emisjon som skulle struktureres som følger:

- Emisjon på NOK 200 millioner garantert av Selskapets største aksjonærer delt inn i to transjer
- Tegningskurs lik børskurs ved børs slutt dagen før offentliggjøring av emisjonen
- Samtlige av Selskapets aksjonærer per ex. dato skulle ha mulighet til å delta i emisjonen
- Transje 1: Minste tegnings-/tildelingsbeløp NOK tilsvarende EUR 100 000 og tegningsperiode på ca. 24 timer. Rettet mot aksjonærer som eide aksjer for mer enn EUR 100 000
- Transje 2: Høyeste tegnings-/tildelingsbeløp NOK tilsvarende EUR 99 999 og med en lenger tegningsperiode (ca. 4-5 dager). Rettet mot aksjonærer som eide aksjer for mindre enn EUR 100 000

Det ble avholdt styremøte fredag 27. oktober 2017 kl. 10:30 hvor Selskapets ledelse fikk fullmakt til å arbeide videre med en slik emisjon og ferdigstille et forslag til styret for endelig godkjenning.

I løpet av samme dag kontaktet Clarksons Selskapets største aksjonærer for å sondere deltakelse i et garantikonsortium, hvor enkelte av aksjonærene ga indikativ tilbakemelding i løpet av helgen. Clarksons mottok positive indikasjoner i løpet av helgen fra samtlige, med unntak av én. Siste aksjonær forhandlet med Clarksons på materielle vilkår i garantiavtalen og graden av sikkerhet ble større etter å ha forhandlet med denne aksjonæren mandag ettermiddag. Mandag kveld ble det helt klart at siste aksjonær ble med i garantikonsortiet.

Clarksons mottok signerte garantiavtaler fra fem av seks aksjonærer før kl. 18.00 mandag 30. november 2017. Signert avtale fra siste aksjonær ble oversendt tirsdag morgen 31. oktober 2017. Styremøte for beslutning om lansering av Emisjonen ble avholdt tirsdag morgen kl. 08:00. Børsmeldingen om Emisjonen ble deretter publisert på Selskapets ticker kl. 08:53.

## 2.3 Rettslig grunnlag

### Informasjonsplikt for utstedere

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

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

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

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

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

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

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

Etter det første hovedvilkåret må opplysningene i det minste indikere at en omstendighet har inntruffet, eller med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe. Verken ordlyden, forarbeider eller praksis begrenser hva som saklig kan utgjøre en opplysning, gitt at de øvrige vilkårene er innfridd. Videre må opplysningene, ifølge vphl. § 3-2 (2), være såpass spesifikke at det kan trekkes en konklusjon om opplysningenes mulige påvirkning på prisen til det aktuelle finansielle instrumentet. Kravet loven stiller til opplysningenes presisjon innebærer en avgrensning mot rykter og spekulasjoner, jf. Ot. prp. nr.12 (2004-2005) pkt. 4.5. Finanstilsynet la i forbindelse med direktivgjennomføringen til grunn at opplysninger kan være presise selv om de ikke er fullstendige, entydige, endelige eller ubetingede, forutsatt at de er tilstrekkelig spesifikke.

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

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

### Utsatt offentliggjøring

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

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

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

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

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

Det følger av verdipapirforskriften § 5-1 at utsteder ved utsatt offentliggjøring uoppfordret og umiddelbart skal varsle Børsen om forholdet, herunder om bakgrunnen for utsettelsen. Tilsvarende plikt følger av løpende forpliktelser pkt. 3.1.2 (3). En underretning til børsen gir børsens markedsovervåkningsfunksjon anledning til å intensivere markedsovervåkingen av selskapets aksjer og anvende virkemidler i kursnoteringen, slik som børspause og suspensjon, dersom det er grunn til å tro at noen i markedet er i ferd med å bli kjent med opplysningene. Utsatt offentliggjøring er nærmere omtalt i børs sirkulære 3/2005 pkt. 3.6.

## 2.4 Selskapets anførsler

Styrets endelige beslutning om å lansere Emisjonen forelå først tirsdag morgen 31. oktober 2017, men Selskapet mener dette ikke er avgjørende i vurderingen av når transaksjonen utgjorde insideinformasjon.

Selskapet er av den oppfatning at garantikonsortiet spilte en så avgjørende rolle i den planlagte Emisjonen at det ikke var rimelig grunn til å anta at Emisjonen ville gjennomføres på de angitte betingelser og tidsintervall før det var rimelig sikkert at man fikk på plass et garantikonsortium på NOK 200 millioner.

Selskapet mener det mandag morgen 31. oktober 2017 var rimelig grunn til å forvente at Emisjonen ville gjennomføres, muligens på andre vilkår enn planlagt ettersom Selskapet fremdeles ventet på siste aksjonær som man ønsket å ha med i garantikonsortiet.

Intensjonen var at Oslo Børs skulle kontaktes på morgenen 30. oktober 2017 for å varsles om en mulig transaksjon med tanke på utsatt offentliggjøring, slik at Selskapet hadde oppfylt denne forpliktelsen. Intensjonen var å fortelle Oslo Børs om den mulige transaksjonen/emisjonen, men understreke at det ikke på det tidspunktet var å betrakte som insideinformasjon på grunn av usikkerhet rundt gjennomføring. Selskapet ønsket å være "føre var" ved å informere børsen og påberope seg utsatt offentliggjøring slik at alt var klart når transaksjonen ble insideinformasjon.

Selskapet mener det først forelå insideinformasjon på mandag ettermiddag 31. oktober 2017, ettersom Selskapet på dette tidspunktet med rimelig grunn kunne forvente at Emisjonen ville gjennomføres i sin daværende form.

Selskapet erkjenner at utsatt offentliggjøring skulle vært meldt til Oslo Børs på dette tidspunktet i henhold til Løpende Forpliktelser punkt 3.1.2 (3), men at denne plikten ikke ble overholdt grunnet en misforståelse mellom Selskapets rådgivere.

Selskapet har behandlet Emisjonen som insideinformasjon i tråd med reglene i vphl. § 3-4 og Løpende Forpliktelser punkt 3.1.3, både hva gjelder taushet om insideinformasjon og føring av insidelister. Av forsiktighetshensyn ble insidelister ført av Selskapet, Clarksons og CLP fra 23. oktober 2017.

### 2.4.1 Børsens vurdering

Selskapet og børsen er enig om at det oppsto insideinformasjon før Emisjonen ble annonsert tirsdag 31. oktober 2017 kl. 08:53. Videre er det klart at Selskapet ikke har oppfylt sin plikt til å varsle Oslo Børs underhånden om utsatt offentliggjøring.

Selskapet har anført at insideinformasjon først forelå mandag ettermiddag 30. oktober 2017, ettersom de mener det først var da Selskapet med rimelig grunn kunne forvente at Emisjonen (i dens daværende form) ville gjennomføres.

Selskapet har videre opplyst at intensjonen var at Oslo Børs skulle kontaktes på morgenen 30. oktober 2017 for å varsles om mulig transaksjon med tanke på utsatt offentliggjøring, slik at Selskapet hadde oppfylt denne forpliktelsen. Intensjonen var å fortelle Oslo Børs om den mulige Emisjonen, men understreke at det ikke på det tidspunktet var å betrakte som innsideinformasjon på grunn av usikkerhet rundt gjennomføringen. Selskapet ønsket å være "føre var" ved å informere børsen og påberope seg utsatt offentliggjøring slik at alt var klart når Emisjonen ble innsideinformasjon.

Børsen ønsker i denne forbindelse å fremheve at plikten til å varsle børsen underhånden om beslutning om utsatt offentliggjøring i henhold til verdipapirforskriften § 5-1 ikke er oppfylt ved at Selskapet varsler børsen underhånden i forkant av at slik beslutning er truffet. I de tilfeller hvor en utsteder velger å varsle børsen i forkant av at forholdet anses som innsideinformasjon, må selskapet igjen varsle børsen når innsideinformasjonen faktisk oppstår og selskapet beslutter utsatt offentliggjøring.

Børsen ønsker også å knytte en kommentar til Selskapets listeføring. Selskapet har opplyst at det av forsiktighetsgrunner ble ført lister fra 23. oktober 2017. At listene dermed ikke var innsidelister i verdipapirhandellovens forstand er derimot ikke noe som fremgår av «innsidelistene», som har blitt fremlagt for børsen i forbindelse med saken. Dersom en utsteder velger å føre liste over personer som har tilgang til informasjon om en sak som potensielt kan utgjøre innsideinformasjon, bør disse listene betegnes som noe annet. Når innsideinformasjon oppstår og utsatt offentliggjøring besluttes, må det opprettes en ny liste hvor tidspunktet for når innsideinformasjon anses oppstått klart fremgår og for øvrig oppfyller de krav til innsidelister som følger av vphl. § 3-5.

Børsen mener at overnevnte forhold viser at Selskapet i den foreliggende sak ikke har hatt tilstrekkelig grad av bevissthet i forhold til når innsideinformasjon oppsto og hvilke forpliktelser dette medfører. Dette har også bidratt til å sikre liten notoritet om når Selskapet faktisk vurderte at innsideinformasjon oppsto og når Selskapet besluttet utsatt offentliggjøring. Dette underbygges også av Selskapets angivelse om at innsideinformasjon oppsto «mandag ettermiddag», uten å være angitt til et bestemt klokkeslett eller hendelse som kunne nærmere tidfestes. Det er sentralt for børsens kontroll med overholdelse av regelverket at utstedere har et klart og bevisst forhold til når innsideinformasjon oppstår og hvilke forpliktelser som oppstår i den forbindelse. Dette har også en viktig side til forbudet mot innsidehandel, hvor det er sentralt at tidspunktet for når det oppstår innsideinformasjon knyttes til et bestemt tidspunkt og ikke en heller løs angivelse som «mandag ettermiddag».

Når det gjelder spørsmålet om når innsideinformasjon oppsto, vil børsen gjøre oppmerksom på at ethvert steg i en trinnvis prosess kan utgjøre innsideinformasjon hvis vilkårene for dette er oppfylt, som stadfestet i EU-domstolens avgjørelse av 28. juni 2012 (Daimler-saken). Dette innebærer at ethvert steg i prosessen mot Emisjonen kan utgjøre presise opplysninger, uten at det er sikkert eller med rimelig grunn kan forventes at Emisjonen vil gjennomføres.

Børsen viser i denne forbindelse til følgende uttalelser i Børsklagenemndens sak 1/2017 (RenoNorden), som også gjaldt en beslutning om emisjon:

*«Børsklagenemnden finner det ikke tvilsomt at styrets beslutning i styremøtet 18. november 2016 medførte at det fra dette tidspunkt forelå innsideinformasjon. Beslutningen var tilstrekkelig konkret til at den utgjorde presise opplysninger. Børsklagenemnden er enig med Oslo Børs i at det etterfølgende planleggingsmøtet ikke kan være avgjørende i denne vurderingen, selv om det på dette tidspunktet kunne være uklart om selskapet ville lykkes med å gjennomføre emisjonen.*

[...]

*Selskapet har gjort gjeldende at det i trinnvise prosesser kan være vanskelig å fastslå når man beveger seg fra en foreløpig fase til en konkret fase hvor informasjonen oppfyller kravet til å*



*være tilstrekkelig spesifikk til å utgjøre innsideinformasjon. Børsklagenemnden er ikke uenig i dette på generelt grunnlag. Et styrevedtak om å igangsette arbeid med en emisjon utgjør imidlertid regulært et klart skille mellom den forberedende fasen og den fasen hvor informasjonen utgjør presise opplysninger.*

[...]

*Børsklagenemnden finner det også klart at styrevedtaket oppfyller kurspåvirkningsvilkåret i vphl. § 3-2 tredje ledd, ved at en "fornuftig investor" sannsynligvis ville benyttet det som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning.»*

Faktum i RenoNorden-saken skilte seg fra foreliggende sak ved at kapitalbehovet ikke var kjent og kurspåvirkningspotensialet dermed var større og innsideinformasjon oppsto på et tidligere tidspunkt enn det er tale om i foreliggende sak. I RenoNorden-saken ble det i det aktuelle styremøtet besluttet å iverksette arbeid med en fortrinnsrettsemisjon, uten at vilkår eller garantikonsortium var på plass, og fortrinnsrettsemisjonen ble først annonsert over en måned senere.

I foreliggende sak fremstår styremøtet i Selskapet den 27. oktober 2017 sentralt ved vurderingen av når det oppsto innsideinformasjon. Børsen mener at opplysningen om at styret på dette tidspunktet hadde truffet en beslutning om videre arbeid med en emisjon hvor de sentrale vilkårene for denne var klarlagt, herunder størrelse på Emisjonen, fastsettelse av tegningskurs, strukturen på Emisjonen med to transjer og de ulike vilkårene for deltakelse i hver transje, utgjorde en inntruffet begivenhet som var tilstrekkelig spesifikk til at en fornuftig investor kunne trekke en slutning om den mulige kurspåvirkningen av dette. I motsetning til Selskapet mener dermed børsen at denne informasjonen utgjorde presise opplysninger på dette tidspunktet.

Videre mener børsen at dette var informasjon som en fornuftig investor sannsynligvis ville benytte som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning. Børsen mener dette gjelder selv om garantikonsortiet på dette tidspunktet ikke var etablert. Børsen finner i den anledning grunn til å bemerke at to av de potensielle deltakerne i garantikonsortiet, herunder Selskapets største aksjonær, var representert i Selskapets styre. En annen representant for Selskapets største aksjonær var også oppført på Selskapets innsideliste dagen forut for styremøtet. Selv om disse aksjonærene ifølge Selskapet ikke forpliktet seg til å delta i garantikonsortiet før i løpet av helgen etter styremøtet, mener Oslo Børs at det overnevnte tilsa at disse stilte seg positive til Emisjonen, noe som underbygger kurspåvirkningspotensialet til informasjonen. Det er uomtvistet at informasjonen om Emisjonen ikke var offentlig kjent før publisering av børsmeldingen den 31. oktober 2017. Børsen mener derfor at informasjonen om at styret hadde truffet en beslutning om videre arbeid med Emisjonen, hvor de vesentligste vilkårene for denne var på plass, utgjorde innsideinformasjon fra dette tidspunktet.

Under enhver omstendighet mener børsen at dersom Selskapets tilnærming skulle vært lagt til grunn, dvs. at det først oppsto presise opplysninger når det var rimelig grunn til å forvente at Emisjonen ville blitt gjennomført, mener børsen at Selskapet har lagt en for høy terskel til grunn for når dette var. Børsen viser til at det mandag morgen var mottatt positiv tilbakemelding fra fem av seks deltakere i garantikonsortiet. Børsen finner derfor at det var rimelig grunn til å forvente at Emisjonen ville bli gjennomført senest på dette tidspunktet, selv om det forelå usikkerhet knyttet til deltakelse fra én av garantistene. Børsen viser til at Selskapet også selv har angitt at de anså at det var en rimelig grunn til å forvente at Emisjonen ville gjennomføres mandag morgen, muligens på andre vilkår enn tenkt siden man fortsatt ventet på den siste deltakeren i garantikonsortiet.

Selskapet har erkjent at de har brutt plikten til å varsle Oslo Børs underhånden om beslutningen om utsatt offentliggjøring i henhold til verdipapirforskriften § 5-1 og Løpende forpliktelser pkt. 3.1.2 (3). Selv om børsen finner at øvrige vilkår for utsatt offentliggjøring var oppfylt, har oppfyllelse av

varslingsplikten en sentral selvstendig betydning og utgjør like fullt et vilkår som må overholdes for at vilkårene for utsatt offentliggjøring skal være oppfylt.

En slik underretning til børsen gir markedsovervåkingen anledning til å intensivere markedsovervåkingen av det relevante finansielle instrumentet og anvende virkemidler i kursnotering som børspause og suspensjon hvis det er grunn til å tro at noen i markedet er kjent med innsideinformasjonen. Dersom det oppstår en lekkasje, kan denne håndteres raskere og dermed få betydelig mindre skadeomfang for både utsteder og øvrige markedsaktører dersom børsen er informert i forkant om det aktuelle forholdet. I tillegg kan børsen løpende overvåke handelen for mulig innsidehandel.

### **3 Publisering av nøkkelinformasjon for reparasjonsemisjon**

#### **3.1 Rettslig grunnlag**

Det følger av Løpende Forpliktelser pkt. 3.2 (3) at det ved reparasjonsemisjon i forbindelse med rettet emisjon, skal offentliggjøres en separat melding som opplyser om relevante nøkkeldatoer (ex.dato, eierregisterdato/«record date» mv.) umiddelbart etter at datoene er besluttet av Selskapet eller tentative datoer er kommunisert eksternt, og senest innen de frister som følger av punkt 11.2.

Videre følger det av Løpende Forpliktelser punkt 11.2 (3) at det ved planlagt reparasjonsemisjon i tilknytning til en rettet emisjon skal offentliggjøres slik særskilt melding om nøkkeldatoer straks reparasjonsemisjonen er vedtatt av selskapet og senest innen kl. 09.00 den dagen aksjen handles eksklusiv rett til å delta i reparasjonsemisjonen. I henhold til Løpende Forpliktelser punkt 11.1 skal børsen konsulteres god tid i forkant ved fravikelse av fremgangsmåtene for offentliggjøring som følger av punkt 11.2.

#### **3.2 Børsens undersøkelser**

Ettersom standardmelding om nøkkelinformasjon ikke var publisert da meldingen om Emisjonen ble annonsert, og børsen heller ikke var kontaktet i forkant, var Oslo Børs i kontakt med Selskapet og finansiell rådgiver Clarksons den 31. oktober 2017. Det ble opplyst at Selskapet ikke var klar over kravet til å publisere nøkkelinformasjon i henhold til Løpende Forpliktelser punkt 3.2.

Videre stilte Oslo Børs spørsmål ved om Selskapet hadde kontroll på hvilke aksjonærer som kunne delta i Emisjonen og hvordan disse ble kontaktet. Dette ettersom utskrift fra VPS per 1. november 2017, som ville vise aksjonærer i Selskapet per 30. oktober 2017 først kunne tas ut om morgenen den 2. november 2017. Clarksons opplyste at de hadde kontroll på hvilke aksjonærer som hadde rett til å delta i Emisjonen og at disse derfor kunne bli kontaktet i tide for å delta i Emisjonen.

Børsen ba om en skriftlig redegjørelse fra Selskapet om hvordan de kunne ha kontroll på hvilke aksjonærer som hadde rett til å delta i Emisjonen og hvordan disse ble kontaktet, herunder hvordan dette ble håndtert mot aksjer som sto på forvalterkonto.

#### **3.3 Selskapets redegjørelse**

Selskapet har opplyst at det den 31. oktober 2017 ble tatt ut en aksjonæroversikt fra VPS per 30. oktober 2017 som viste aksjonærer per 26. oktober 2017. Aksjonærer som eide aksjer for mer enn EUR 100 000 og dermed kunne delta i Transje 1 ble kontaktet av Clarksons per telefon eller e-post i løpet av 31. oktober 2017. Aksjonærer som eide aksjer for mindre enn EUR 100 000 per 26. oktober 2018 ble tilsendt et informasjonsskriv som inneholdt informasjon om Emisjonen, herunder tegningskurs,

antall aksjer, tegnings- og tildelingsvilkår mv., samt en tegningsblankett for deltakelse i Emisjonen. Skrivet ble sendt per post og dermed antatt ankommet hos mottaker i løpet av 1. november 2017. I tillegg kontaktet Clarksons aksjonærer som eide aksjer for mindre enn EUR 100 000 per telefon og e-post hvor det fantes kontaktinformasjon i offentlige registre. Clarksons mottok også mange henvendelser fra mindre aksjonærer som ville tegne seg i Transje 2, fra offentliggjøring den 31. oktober 2017 til utløpet av tegningsperioden den 3. november 2017, som alle ble besvart. Når det gjaldt aksjer på forvalterkonto, kontaktet Clarksons alle aktuelle forvaltere oppført i Selskapets aksjonærregister i løpet av 31. oktober 2017 og 1. november 2017, og sendte deretter investordokumentasjon til disse på e-post. Clarksons tok ut utskrift fra VPS den 1. november 2017 og 2. november 2017, slik at man hadde en oversikt over endringer i aksjonærbasen mellom 26. oktober 2017 og 30. oktober 2017.

Selskapet har opplyst at hverken Selskapet eller Clarksons har mottatt noen klager eller andre henvendelser i forbindelse med Transje 2 gjennom tegningsperioden eller i etterkant.

### 3.4 Børsens vurdering

Selskapet har erkjent at de ikke var klar over kravet til å sende standardmelding med nøkkelinformasjon om Emisjonen i henhold til Løpende forpliktelser pkt. 3.2 (3). Bakgrunnen for kravet om publisering av slik nøkkelinformasjon er at det skal være tydelig for markedet hvem som har adgang til å tegne seg i Emisjonen og hvilken nøkkelinformasjon som gjelder for denne. Selv om Transje 2 i Emisjonen ikke er en standard reparasjonsemisjon, mener børsen den har såpass mange likhetstrekk at bestemmelsen om publisering av nøkkelinformasjon kommer til anvendelse. I den grad Selskapet hadde vært i tvil om bestemmelsen kom til anvendelse, skulle børsen vært konsultert. Det foreligger således et brudd på Løpende forpliktelser pkt. 3.2 (3).

Oslo Børs er videre kritisk til den kontrollen Selskapet hevder å ha hatt over aksjonærer per 30. oktober 2017 (med rett til å delta i Transje 2) når tegningsperioden begynte 31. oktober 2017 og oversikten over aksjonærer per 30. oktober 2017 først kunne tas ut 2. november 2017. For det første ble tegningsmaterialet først distribuert per post til aksjonærer per 26. oktober 2017, som var to handelsdager før 30. oktober 2017. For det andre ble skrivet sendt per post slik at det av Selskapet er antatt mottatt den 1. november 2017, som var én dag før utløpet av tegningsfristen den 3. november 2017. Ettersom oversikten over aksjonærer per 30. oktober 2017 først var klar én dag før tegningsperioden utløp, medførte en slik struktur at det løp en betydelig risiko for at ikke alle aksjonærer som hadde rett til å delta i Emisjonen ble kontaktet før tegningsperiodens utløp.

Det overnevnte sammenholdt med en tegningsperiode på kun fire dager, hvor Selskapet først hadde oversikt over hvilke aksjonærer som hadde rett til å tegne seg i Emisjonen dagen før utløpet av tegningsperioden, gjør at børsen vanskelig kan se at alle aksjonærer som eide aksjer gjennom forvalterkonto hadde en praktisk mulighet til å rekke å tegne seg i Emisjonen. Dette fordi det i slike tilfeller først må tas kontakt med forvalteren som står innført i aksjeeierregisteret. Deretter må informasjonen videreformidles til de(n) reelle aksjonærene, ofte gjennom flere forvalterledd, før disse får tatt stilling til deltakelse. En eventuell tegning må deretter gjennom de samme leddene før forvalteren kan tegne seg på vegne av de bakenforliggende og reelle aksjonærene som ønsker å tegne seg i den relevante emisjonen. Selv om Clarksons kontaktet alle forvalterne, innebærer dette derfor ingen sikkerhet for at alle bakenforliggende aksjonærer har blitt kontaktet i tide.

Selskapet har opplyst at de ikke mottok noen klager i forbindelse med Transje 2. Børsen mener det er grunn til å tro at en medvirkende årsak til dette er at tegningskursen var satt til markedskurs, slik at de som skulle ha praktiske utfordringer med å tegne seg i Transje 2 i tide heller kunne kjøpe aksjer i markedet. Disse to faktorene medfører at børsen har valgt å ikke forfølge saken ytterligere i denne omgang. Børsen finner likevel grunn til å uttrykke en sterk skepsis til Selskapets fremgangsmåte.

#### 4 Avsluttende bemerkninger

Oslo Børs har etter dette konkludert på to regelbrudd på henholdsvis plikten til å varsle børsen underhånden etter verdipapirforskriften § 5-1 og Løpende forpliktelser pkt. 3.1.2 (3)) og plikten til å publisere standardmelding med nøkkelinformasjon om Emisjonen i henhold til Løpende forpliktelser punkt 3.2 (3).

Oslo Børs har etter en samlet vurdering under tvil besluttet å ikke forfølge saken ytterligere. Dette brevet avslutter derfor Oslo Børs' behandling av saken, men det gjøres oppmerksom på at saken kan få betydning ved sanksjonering av eventuelle fremtidige regelbrudd. Det gjøres oppmerksom på at børsen kan benytte dette som veiledning til andre markedsaktører ved å innta brevet i børsens publikasjon «Vedtak og uttalelser».

#### 3.2.2.5 E.Forland AS – Brev vedrørende finansiell restrukturering, 15.03.2018

##### 1 Innledning

Den 20. oktober 2017 publiserte E Forland AS («**Låntaker**») innkalling til obligasjonseiermøte med forslag om finansiell restrukturering<sup>82</sup>.

Låntaker har obligasjonslånet «E Forland AS 13/18 FRN C» («**Obligasjonslånet**») registrert på Nordic ABM. Lånet var opprinnelig på NOK 525 millioner og er garantert av Låntakers morselskap Frode Bjørn AS («**Garantisten**»). Låntaker eier ett subseaskip, Fugro Satire, som finansieres gjennom Obligasjonslånet. Garantisten har i tillegg til Låntaker fire andre datterselskaper som også opererer innenfor offshorebransjen. Garantisten og datterselskapene benevnes samlet som «**Forland-Gruppen**».

I forslaget om restrukturering ble det opplyst at eieren av Garantisten, Torpevikvegen 4-6 Eiendom AS («**TEAS**») skulle selge 100 % av Garantisten til In Nord Vest AS («**INV**») etter gjennomføringen av en finansiell restrukturering. Videre skulle INV bidra med NOK 100 millioner i ny egenkapital til Forland-Gruppen som del av restruktureringen (totalbeløp var betinget av godkjenning av både bank- og obligasjonslånsfinansiering).

Forslaget om restrukturering ble nedstemt på obligasjonseiermøte avholdt den 3. november 2017<sup>83</sup>.

##### 2 Børsens undersøkelser

Oslo Børs gjør regelmessig rutinemessige undersøkelser for å avdekke brudd på utstedernes informasjonsplikt etter ABM-reglene. Børsen innhentet derfor kort tid etter annonseringen av børsmeldingen den 20. oktober 2017 en redegjørelse fra Låntaker om prosessen som ledet frem til inngåelsen av avtalen om salg av 100 % av aksjene i Garantisten, samt Låntakers vurdering av informasjonsplikt om nevnte avtale. Det har også vært etterfølgende korrespondanse mellom Låntaker og Oslo Børs vedrørende enkelte oppfølgingsspørsmål fra børsens side.

##### 3 Låntakers anførsler

Låntaker har opplyst at TEAS, som på daværende tidspunkt var eier av 100 % av aksjene i Garantisten, i mai 2017 besluttet å sondere markedet med tanke på et potensielt salg av aksjene i Garantisten, alternativt innmat i underliggende datterselskaper. INV viste tidlig interesse, og det ble innledet

---

<sup>82</sup> <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=436809>

<sup>83</sup> <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=437912>

diskusjoner partene imellom. Det ble inngått et uforpliktende term sheet for videre diskusjon mellom partene den 30. juni 2017. Etter nye forhandlinger og justering av kommersielle betingelser ble det sirkulert utkast til aksjesalgavtale for salg av 50 % av aksjene i Garantisten («**Aksjekjøpsavtalen**»), samt en opsjonsavtale for potensielt salg av resterende 50 % av aksjene («**Opsjonsavtalen**») den 14. juli 2017. Aksjesalgavtalen og Opsjonsavtalen («**Avtalene**») ble signert av TEAS og INV den 18. juli 2017.

Låntaker har opplyst at Aksjekjøpsavtalen ble inngått uavhengig av den foreslått restruktureringsplanen for Forland-Gruppen. Det var således en ren avtale om kjøp av aksjer mellom TEAS og INV, hvor INV ikke forpliktet seg til å tilføre noen ny egenkapital til Forland-Gruppen, og heller ikke hadde anledning til å trekke seg fra avtalen dersom restruktureringsforslaget ikke fikk tilstrekkelig samtykke. Videre har Låntaker opplyst at med mindre forbeholdene for gjennomføring av Opsjonsavtalen frafalles av INV eller oppfylles innen 22. september 2018, vil Opsjonsavtalen falle bort uten noen ytterligere rettigheter eller forpliktelser partene imellom. Avtalen om tilførsel av egenkapital ble forhandlet mellom INV og bankene, helt separat fra Aksjekjøpsavtalen.

Låntaker har opplyst at det fra Låntakers side ikke ble gjort noen selvstendig vurdering av hvorvidt inngåelsen av Avtalene utgjorde innsideinformasjon, men på konsernbasis vurderte man det slik at Avtalene ikke utgjorde innsideinformasjon. Dette fordi Avtalene ikke direkte angikk utsteder samtidig som Avtalene ble vurdert til ikke å være egnet til å påvirke kursen på obligasjonene merkbart. Verken Låntaker eller Garantisten var part i Avtalene mellom TEAS og INV. Enkelt personer i Låntaker var likevel kjent med inngåelsen av Avtalene som følge av sine verv i TEAS og Garantisten.

Forland-Gruppen vurderte det dithen at en fornuftig investor ikke ville tatt Avtalene mellom TEAS og INV i betraktning ved sin investeringsbeslutning i obligasjonene i Låntaker. Begrunnelsen er at avtalene ikke direkte medførte endringer i eierforholdene hos Låntaker. Videre hadde Avtalene ingen innvirkning på kapital situasjonen, verken i Låntaker eller Garantisten. Avtalene hadde kun betydning for eierforholdene i Garantisten. Dette fremstod som så avledet at Forland-Gruppen vurderte at det ikke ville ha noen virkning på de utstedte obligasjoners kurs.

Forland-Gruppen vurderte det også slik at guiden for obligasjonsutstederes informasjonsplikt underbygget ovennevnte forståelse. Det vises til pkt. 3.2 i guiden, hvor det fremgår at det først og fremst vil være informasjon om forhold som oppstår i, eller i større eller mindre grad er generert av, låntaker eller dennes datterselskaper, som omfattes av bestemmelsen. Dette er ikke tilfelle i foreliggende sak, hvor forholdet kun gjaldt endringer av eierstrukturen i Låntakers morselskap (Garantisten).

#### **4 Rettslig grunnlag**

Det følger av ABM-reglene punkt 3.2.1.1 at låntaker uoppfordret og umiddelbart skal offentliggjøre innsideinformasjon som direkte angår låntaker. Videre følger det av ABM-reglene punkt 3.2.2 (1) at låntaker straks skal offentliggjøre forhold av vesentlig betydning vedrørende pant, garanti og annen sikkerhet som er stillet for obligasjonene, herunder ny takst for stillet pant, samt andre forhold som er av vesentlig betydning for sikkerheten (nr. 8) og forhold av vesentlig betydning vedrørende eierstrukturen for låntakeren (nr. 9). Dette gjelder således uavhengig av om slik informasjon utgjør innsideinformasjon i henhold til ABM-reglene punkt 3.2.1.1.

Det følger av ABM-reglene punkt 2.3.6.2 (1) at Oslo Børs kan kreve at tredjepart som skal garantere for betaling av renter og hovedstol (garantist), før låntagers obligasjoner tas opp til notering, inngår en tiltredelseserklæring som nærmere regulerer garantistens ansvar og plikter overfor børsen. Det samme gjelder dersom lånet i løpetiden får ny garantist som ikke har avgitt en slik erklæring. Garantisten blir bundet av de regler som gjelder låntageren, herunder ABM-reglene. Bakgrunnen for at slik tiltredelseserklæring kreves, er at slike lån ofte prises etter finansiell stilling hos garantisten,

ettersom obligasjonseierne ved et mislighold av obligasjonslånet av Låntaker kan søke dekning for sine krav direkte hos garantisten. I foreliggende sak ble slik tiltredelseserklæring inngitt av Garantisten i forbindelse med notering av Obligasjonslånet i oktober 2013, slik at ABM-reglene gjelder tilsvarende for Garantisten. Dette innebærer at Garantisten har tilsvarende informasjonsplikt som Låntaker etter reglene.

## 5 Børsens vurdering

### 5.1 Aksjekjøpsavtalen og Opsjonsavtalen

Børsen har valgt å ikke overprøve Låntakers vurdering om at informasjonen om inngåelse av Aksjekjøpsavtalen og Opsjonsavtalen ikke utgjorde innsideinformasjon i henhold til ABM-reglene punkt 3.2.1.1, men finner at informasjonen om Aksjekjøpsavtalen og Opsjonsavtalen som er gitt i børsmeldingen av 20. oktober 2017 er mangelfull. Av innkallingen til obligasjonseiermøte angis det i punkt 1.1 at eieren av Garantisten vil selge 100 % av aksjene i Garantisten til INV etter en gjennomført restrukturering. Samme informasjon gis på side 8 i presentasjonen til obligasjonseierne som er vedlagt børsmeldingen. Informasjonen om at INV kun hadde forpliktet seg til å kjøpe 50 % av aksjene i Garantisten, og at kjøpet av øvrige 50 % av aksjene var regulert gjennom en opsjonsavtale, har kun blitt formidlet Oslo Børs gjennom korrespondanse med Låntaker. Uavhengig av om informasjon utgjør innsideinformasjon i henhold til ABM-reglene, skal informasjon som gis til markedet være korrekt og presis.

Børsen ønsker å knytte en kommentar til Låntakers anførsel om at veiledningen for obligasjonsutstederes informasjonsplikt underbygger forståelsen av at informasjonen om eierforholdene i Garantisten ikke utgjorde innsideinformasjon. I veiledningens punkt 3.2 heter det at *«Avgrensningen til «direkte angår» er ikke ment som noen innsnevring i informasjonsplikten for forhold som oppstår i datterselskap eller andre selskap som kan få merkbar påvirkning på kursen på låntakers noterte obligasjoner.»* Dette står derfor i kontrast til Låntakers anførsel, da det derimot fremgår at avgrensningen til «direkte angår» ikke er ment som en innsnevring i informasjonsplikten for forhold som oppstår i datterselskap eller andre selskap som kan få merkbar påvirkning på kursen på låntakers noterte obligasjoner. Det kan således ikke utledes av bestemmelsen at informasjonsplikten først og fremst vil gjelde forhold som oppstår i, eller i større eller mindre grad er generert av, låntaker eller dennes datterselskaper.

Videre synes Låntaker å ikke ha en tilstrekkelig bevissthet om at ABM-reglene gjelder tilsvarende for Garantisten. Dette innebærer at dersom det gjøres endringer i eierstrukturen for garantisten, skal disse meldes i henhold til punkt 3.2.2 nr. 9, hvor «låntager» må leses som «garantist» for informasjonsplikten til garantisten i henhold til bestemmelsen. Oslo Børs finner derfor at dette skulle blitt gjort i forbindelse med inngåelsen av Avtalene i juli 2017.

### 5.2 Avtalen om tilførsel av kapital

Oslo Børs mener at en avtale om tilførsel av egenkapital i størrelsesorden NOK 100 millioner til Garantisten utgjør innsideinformasjon i foreliggende sak. Bareboatavtalen for Fugro Satire hadde blitt terminert i august 2017, med virkning fra 1. oktober 2017. Informasjon om at en ny aktør på eiersiden i Garantisten hadde forpliktet seg til å tilføre NOK 100 millioner i forbindelse med et forslag om restrukturering, mener Oslo Børs er presis informasjon som er egnet til å påvirke kursen på Obligasjonslånet. I presentasjonen angis det f.eks. på s. 13 at forslaget innebærer *«Substantial capitalization of E Forland AS and the guaranteeing parent company»*.

At informasjonen utgjorde presis informasjon som er egnet til å påvirke kursen på Obligasjonslånet underbygges videre av at lånet etter offentliggjøringen av informasjonen ble handlet på høyere kursnivåer enn i perioden før offentliggjøringen av restruktureringsforslaget den 20. oktober 2017.

Børsen mener videre at slik informasjon under enhver omstendighet er informasjonspliktig for Låntaker i henhold til ABM-reglene punkt 3.2.2 (1) nr. 8.

Låntaker har opplyst at avtalen om tilførsel av kapital fra INV til Garantisten ble forhandlet mellom INV og bankene, helt separat fra Avtalene. Børsen har ikke grunnlag til å overprøve Låntakers opplysninger, eller om informasjonen om denne avtalen utgjorde informasjonspliktig informasjon, enten for Låntakeren eller Garantisten, på et tidligere tidspunkt enn offentliggjøringen den 20. oktober 2017.

Børsen finner likevel grunn til å gjøre Låntaker og Garantist oppmerksom på at Garantisten også har en selvstendig informasjonsplikt i henhold til ABM-reglene, som nærmere redegjort for under punkt 4 ovenfor, og at informasjon om en slik avtale derfor kunne være informasjonspliktig for Garantisten på et tidligere tidspunkt selv om Låntaker ikke var kjent informasjonen.

## **6 Avsluttende bemerkninger**

Oslo Børs har etter en samlet vurdering besluttet å ikke forfølge saken ytterligere. Dette brevet avslutter derfor Oslo Børs' behandling av saken, men det gjøres oppmerksom på at saken kan få betydning ved sanksjonering av eventuelle fremtidige regelbrudd. Det gjøres oppmerksom på at børsen kan benytte dette som veiledning til andre markedsaktører ved å innta brevet i børsens publikasjon «Vedtak og uttalelser».

### **3.2.2.6 Sparebank 1 Nord- Norge – Brev om behandling av regnskapsinformasjon før offentliggjøring, 03.04.2018**

Det vises til børsmelding («Børsmeldingen») fra Sparebank i Nord-Norge («Banken») offentliggjort 8. februar 2018 kl. 20.00 med foreløpig årsresultat for 2017. Presentasjon og regnskapsrapport for fjerde kvartal 2017 var vedlagt Børsmeldingen. Banken offentliggjorde også en pressemelding og samme kvartalspresentasjon neste morgen, den 9. februar kl. 07.00.

Det vises også til artikkel med nøkkeltall fra Bankens fjerdekvartalsrapport og uttalelser fra konsernsjefen på nettsidene til Dagens Næringsliv («DN») som ble offentliggjort 8. februar kl. 20.39. Samme artikkel var også i papirversjonen av DN den 9. februar 2018.

Oslo Børs sendte en henvendelse den 14. februar 2018 til Banken vedrørende delingen av informasjon med DN. Banken besvarte henvendelsen den 19. februar 2018.

Det fremkommer fra korrespondansen mellom børsen og Banken at DN fikk oversendt nøkkeltall fra fjerdekvartalsrapporten og sitater fra konsernsjefen kl. 16.30 den 8. februar. Banken har selv kategorisert fjerdekvartalsrapporten som innsideinformasjon, jf. verdipapirhandelloven («vphl») §3-2. Børsen vurderer også at nøkkeltall fra den samme regnskapsrapporten sammen med utfyllende kommentarer fra konsernsjefen utgjør innsideinformasjon.

Det følger av de løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper («Løpende forpliktelser») punkt 4.1 at et børsnotert selskap skal sørge for at ingen uvedkommende får tilgang til opplysninger som omfattes av pkt. 4 (regnskapsrapportering) før offentliggjøring. Det følger av veiledningen til punkt 4.1. at bestemmelsen gjelder uavhengig av om de aktuelle opplysningene er å anse som innsideinformasjon, jf. vphl. §3-2. Denne bestemmelsen er fastsatt og håndheves av Oslo Børs og følger ikke av implementering av lov og forskrift i børsens regelverk.

Det fremgår i tillegg av Løpende forpliktelser punkt 3.1.3 (1) at et selskap ikke må gi innsideinformasjon til uvedkommende. I bestemmelsens andre ledd står det at selskapet i sin

behandling av innsideopplysninger plikter å utvise tilbørlig aktsomhet, slik at innsideinformasjon ikke kommer i uvedkommendes besittelse eller misbrukes. Bestemmelsen skal sikre at det kun er personer med et saklig og velbegrunnet behov for innsideinformasjon, vurdert ut ifra selskapets interesser, som gis tilgang til slike opplysninger. Dette gjelder både internt i selskapet og overfor eksterne. Hvem som er vedkommende for informasjonen må vurderes konkret, og det er viktig at ansatte i utstederselskap mv. har et bevisst og kritisk forhold til hvem som er rette vedkommende for mottak av innsideinformasjon. Denne bestemmelsen i Løpende forpliktelser bygger på vphl. § 3-4, som fastsetter krav om taushetsplikt og regler for tilbørlig informasjonshåndtering for innsideinformasjon.

Det er Finanstilsynet som håndhever vphl. § 3-4 og Oslo Børs er forpliktet til å rapportere mulige brudd til Finanstilsynet. Børsen rapporterte derfor Bankens deling av informasjon med DN til Finanstilsynet den 15. mars 2018. Børsen vil av denne grunn ikke forfølge et mulig brudd på Løpende forpliktelser pkt. 3.1.3 da Finanstilsynet vil vurdere delingen av informasjon med DN opp mot en nærmest likelydende bestemmelse i verdipapirhandelloven.

Børsen har ved tidligere anledninger kommunisert at journalister ikke kan anses som vedkommende i forhold til mottak av innsideinformasjon. I brev til samtlige børsnoterte selskaper i 2011 fremkommer det at børsen ikke ser noen saklig grunn for pressen til å motta innsideinformasjon før andre aktører i markedet, og at ved å gi opplysninger til uvedkommende åpnes det for misbruk.

Børsen har i enkeltsaker i etterkant av nevnte brev fra 2011 fastholdt synet på at journalister må anses som uvedkommende i forhold til mottak av innsideinformasjon fra de børsnoterte selskapene. Dette er kommunisert i kritikkbrev som er publisert i børsens årlig publikasjon «Vedtak og uttalelser».

Banken nevner i sin respons at det var liten risiko knyttet til oversendelsen av informasjon til DN fordi den fant sted etter at handelen på børsen var stengt. Børsen vil her vise til at utviklingen i kapitalmarkedene innebærer at verdipapirer notert på Oslo Børs' markedsplasser kan være tilgjengelige for handel på andre markedsplasser med andre åpningstider. Børsen kommuniserte dette senest i børs sirkulære 1/2017 i forbindelse med at informasjonsplikten for selskaper ble presisert til å gjelde uavhengig av børsens åpningstid. På bakgrunn av dette ønsker børsen å understreke at åpningstiden på Oslo Børs er uten relevans ved vurderingen av hvem som anses som vedkommende til å motta innsideinformasjon, jf. Løpende forpliktelser pkt. 3.1.3(1), jf. vphl. § 3-4.

Som nevnt over vil det være opp til Finanstilsynet å vurdere mulig brudd på vphl. § 3-4. Brudd på Løpende forpliktelser punkt 3.1.3 vil i nærværende sak derfor ikke bli forfulgt av Oslo Børs. Det gjenstår likevel å vurdere Bankens etterlevelse av løpende forpliktelser punkt 4.1, som fastsetter at børsnoterte selskaper ikke må gi tilgang på regnskapsinformasjon til uvedkommende, uavhengig av om informasjonen anses som innsideinformasjon. I forlengelsen av hva som fremgår ovenfor legger Oslo Børs ved denne vurderingen ingen vekt på at informasjonen ble delt med DN etter at handelen ved Oslo Børs var stengt. Banken skriver selv at de vil skjerpe de interne rutiner og kontroller for å unngå lignende tilfeller. Oslo Børs legger dette til grunn, og finner det tilstrekkelig å kritisere Bankens håndtering i dette tilfellet uten å ilegge sanksjon i form av overtredelsesgebyr etter børsforskriften § 31.

Saken er etter dette avsluttet fra børsens side, men det gjøres oppmerksom på at den kan få betydning ved sanksjonering av eventuelle fremtidige regelbrudd. Det gjøres oppmerksom på at dette brevet kan benyttes av Oslo Børs som veiledning til andre markedsaktører ved å innta dette brevet i børsens årlige publikasjon «Vedtak og uttalelser»



### **3.2.2.7 G3 Exploration Ltd., Duty of disclosure for companies with bonds listed on Nordic ABM, 05.04.2018**

Reference is made to the e-mail correspondence between G3 Exploration Ltd. ("the Company"), formerly known as Green Dragon Gas Ltd, and the Oslo Stock Exchange between 25 October 2017 and 21 February 2018.

The initial e-mails in October 2017 from the Oslo Stock Exchange were sent to the wrong recipients in the Company due to the Company's failure to register new contact persons in Oslo Stock Exchange's electronic portal for issuers, NewsPoint. As of the date of this document, the Company has still not registered new contact persons, which Oslo Stock Exchange (Oslo Børs ASA) consider an ongoing breach to the ABM rules section 3.1.5 (4):

*"In the event of any changes to the information about the borrower that Oslo Børs ASA requires to be recorded in the electronic portal for issuers, NewsPoint, the borrower shall ensure that such changes are made to the information stored in the system without delay, including changes in relation to the following:*

- 1. The borrower's contact details (postal and street addresses, e-mail address, website and telephone number);*
- 2. The borrower's contact person, as well as the contact person's e-mail address and telephone number."*

The Oslo Stock Exchange requests the Company to complete the registration in accordance with the ABM rules 3.1.5 (4) immediately.

The background for the Oslo Stock Exchange to initiate e-mail correspondence with the Company in October 2017 was the Company's failure to provide the Oslo Stock Exchange with the half-yearly report for 2017 in accordance with the ABM rules section 3.5.1 (2):

*"(...). Publication shall to the greatest possible degree take place simultaneously in Norway and other EEA states. The borrower shall send copies of all information that the company is required to publish pursuant to these rules to Oslo Børs ASA at the same time as the information is made public (...)"*.

The Oslo Stock Exchange is aware of the Company's listing on the London Stock Exchange ("LSE"), and we acknowledge that publications under the LSE disclosure obligations fulfills the ABM rules section 3.4.2:

*"The borrower must make public annual reports and interim reports in accordance with the relevant accounting legislation and the provisions laid down in these rules."*

Making information public exclusively through the distribution channels of the LSE is a breach of the ABM rules section 3.5.1 (2). It is strictly necessary to publish the information on [www.newsweb.no](http://www.newsweb.no) as well. The Oslo Stock Exchange has repeated this to the Company numerous times in the e-mail correspondence referred to above.

The Oslo Stock Exchange has also on previous occasions addressed similar breaches of the ABM rules to the Company. The Company was late in making the annual report for 2014 and the half-yearly report for the first six months in 2015 available on [www.newsweb.no](http://www.newsweb.no), and in a letter dated 3

February 2016 the Company was asked to assess its internal routines for publication/filing of regulatory information so it would not recur in the future.

In an e-mail dated 14 December 2016, the Oslo Stock Exchange communicated its expectation that the Company took the necessary steps to fulfill its future reporting obligations, after the publication of the half-yearly report for the first six months of 2016 on [www.newsweb.no](http://www.newsweb.no) on 1 October 2016, approximately one month after the deadline stipulated in the ABM rules.

Oslo Stock Exchange would particularly like to draw attention to the Company's failure to publish information on [www.newsweb.no](http://www.newsweb.no) regarding change of corporate name and information about the spin off of its subsidiary with a subsequent listing on the Hong Kong Stock Exchange. Firstly, all companies with listed bonds on Nordic ABM must immediately publicly disclose registered changes of the borrower's name, cf. the ABM rules 3.2.2 (1). The Company should have made a copy of the announcement published on the LSE on 3 January 2018 available simultaneously on [www.newsweb.no](http://www.newsweb.no) as well as made necessary changes in NewsPoint, cf. the ABM rules section 3.1.5 (4). The Oslo Stock Exchange is of the opinion that any Company changing its name should share this information with the markets where it has financial instruments listed. Failure to do so is considered negligent by the Oslo Stock Exchange. The change in name was implemented on the Oslo Stock Exchange on the 9 February 2018, more than one month after the name change had become effective and communicated by the Company on the LSE.

Even in announcements directly concerning the bond listed on the Nordic ABM, the Company has failed to make the information available on [www.newsweb.no](http://www.newsweb.no) in a timely manner. On 30 October 2017 the Company released an announcement on the LSE stating progressed discussions with the majority of its debtholders to extend existing maturities by one year to 20 November 2018 including revised economic terms, subject to certain outstanding conditions. Not until 17 November, only three days before the original maturity date, information about the extension was made available on [www.newsweb.no](http://www.newsweb.no). Hence, potential market participants using the flow of information made available by the Company on [www.newsweb.no](http://www.newsweb.no) were not given access to relevant information about their investment in the bond issue in a timely manner. The requirement to communicate the extension of the maturity date in the Company's bond and the revised terms follows from the ABM rules section 3.2.2 (1) 1:

*«The borrower must immediately publicly disclose any changes in the rights attaching to the borrower's loan, including changes in terms or conditions that may indirectly affect the bondholder's legal status, in particular changes in borrowing terms or interest rates.»*

Oslo Stock Exchange has, as of the date of this letter, not identified a notice from a bondholder meeting formally approving the revised terms of the bond. Regardless of a formal acceptance of the suggested new terms, Oslo Stock Exchange is of the opinion that this proves as an example of information relevant for the bond listed on Nordic ABM made public by the Company through the distribution channels of the LSE, while the same information was communicated on [www.newsweb.no](http://www.newsweb.no) weeks later.

The process to ensure that the Company published the mandatory half-yearly report for 2017 on [www.newsweb.no](http://www.newsweb.no) has been lengthy and complicated with several failures by the Company to respond to enquiries and reminders from the Oslo Stock Exchange. The Oslo Stock Exchange found it necessary to present to the Company that deregistration of the bond might become the outcome if the Company continued to ignore the reminders regarding publication of the half-yearly report for 2017 on [www.newsweb.no](http://www.newsweb.no). Failure to respond to enquiries and reminders from the Oslo Stock Exchange constitutes a breach of the ABM rules section 3.1.5 (5):

*“The borrower, its officers and employees must, upon request, provide Oslo Børs ASA with all information that Oslo Børs ASA considers necessary to ensure that registration is carried out in accordance with these Rules, the Trading Rules and the general rules that arise through securities legislation and any regulations issued in this respect, except where such information is subject to a duty of confidentiality imposed by law. Information to be provided pursuant to this section shall be provided in such manner as Oslo Børs ASA may require.”*

Oslo Stock Exchange considers the fact that the Company continuously ignored our requests until faced with a possible deregistration as serious, and it has become questionable to the Oslo Stock Exchange whether a continued registration of the bond can be justified. According to the ABM rules section 6.1, Oslo Stock Exchange may decide that bonds shall be deregistered if they no longer satisfy the exchange’s conditions or if called for on special grounds.

Oslo Stock Exchange has decided not to initiate deregistration due to the late publication of the half-year 2017 report. However, future failures to publish information on [www.newsweb.no](http://www.newsweb.no) in line with the ABM rules might initiate that Oslo Stock Exchange again will consider to deregister the bond. The Oslo Stock Exchange will particularly emphasize that future financial reporting from the Company must comply with the ABM rules section 3.4.

Additionally, the Oslo Stock Exchange would like to make a general recommendation after we became aware of several announcements published by the Company through the distribution systems of LSE without providing copies simultaneously on [www.newsweb.no](http://www.newsweb.no), cf. the ABM rules section 3.5.1 (2). From 6 June 2017 until 17 November 2017 the Company did not disclose any information on [www.newsweb.no](http://www.newsweb.no), while nine announcements were published by the Company under regulatory news on the LSE. Oslo Stock Exchange does not want to enter into a discussion whether the announcements are relevant for the bonds listed on the Nordic ABM or not, however we recommend the Company to duplicate all announcements on the LSE on [www.newsweb.no](http://www.newsweb.no).

The Oslo Stock Exchange strongly encourage the Company to have an active dialogue with us if the Company needs assistance and clarifications regarding the ABM rules.

All processes from the Oslo Stock Exchange related to the publication of the Company’s half-yearly report for 2017 on Newsweb are concluded by this letter, however the circumstances related to this case might be emphasized in any future case regarding breaches to the ABM rules.

This letter will be made public through the publication “Decisions and Statements made by the Oslo Stock Exchange” for general guidance and educative purposes to all market participants.

### **3.2.2.8 Hiddn Solutions ASA – Brev vedrørende fortrinnsretter, 08.05.2018**

#### **1 Innledning**

Det vises til korrespondanse med Aabø-Evensen & Co Advokatfirma AS, juridisk rådgiver for Hiddn Solutions ASA («**Selskapet**») den 22. mars 2017 i forbindelse med fortrinnsrettsemisjon som annonsert av Selskapet den 18. mars 2018.

Det følger av Opptaksreglene for Oslo Børs punkt 8.2 (1) at fortrinnsretter til tegning av aksjer som nevnt i opptaksreglene punkt 8.1 nr. 1, dvs. fortrinnsretter til aksjetegning mot innskudd i penger etter allmennaksjeloven § 10-4, i en aksjeklasse som er eller vil bli børsnotert, skal tas opp til børsnotering med mindre Oslo Børs finner at rettene ikke har allmenn interesse, ikke kan forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning eller av andre grunner ikke anses egnet for børsnotering.

Oslo Børs skal i henhold til opptaksreglene punkt 8.2 (2) og (3) motta en skriftlig redegjørelse fra Selskapet om notering av fortrinnsrettene senest samtidig med innsendelse av første prospektutkast til prospektmyndigheten. Hensikten med redegjørelsen er at børsen samlet skal motta fullstendig informasjon om fortrinnsrettene før notering.

Den 22. mars 2018 ble Oslo Børs oppmerksom på at Selskapet la opp til en fortrinnsrettsemisjon uten notering av fortrinnsrettene. Oslo Børs hadde heller ikke mottatt noen redegjørelse fra Selskapet i henhold til opptaksreglenes punkt 8.2.

Oslo Børs tok deretter kontakt med Selskapet som henviste til sin juridiske rådgiver. Børsen hadde deretter dialog med denne og det viste seg at hverken Selskapet eller dets rådgivere var klar over kravet om at fortrinnsrettene som hovedregel skulle noteres i henhold til opptaksreglenes punkt 8.2.

## **2 Selskapets anførsler**

Kort tid etter at børsen hadde vært i kontakt med Selskapet den 22. mars 2018, mottok Oslo Børs en redegjørelse for hvorfor Selskapet mente fortrinnsrettene ikke kunne forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning og anses således ikke var egnet for børsnotering.

Selskapet opplyste at de hadde 2 813 aksjonærer registrert i VPS, de fleste fra tiden hvor Selskapet utgjorde Acta-konsernet. Det ble opplyst at «hele» 278 av disse hadde mindre enn fire aksjer, hvilket betydde at de i utgangspunktet hadde rett til å tegne seg for mindre enn én aksje i emisjonen basert på sin pro rata eierandel. Videre ble det opplyst at Selskapet la til grunn at opp mot 75 % av Selskapets aksjonærer ikke hadde en økonomisk interesse i å omsette sine retter basert på den eierandel disse hadde i Selskapet og de omkostninger som er forbundet med en slik omsetning.

Det ble videre opplyst videre at Selskapets aksjer i lengre perioder den siste måneden hadde handlet til priser godt under NOK 2 per aksje. Emisjonskursen ble satt til NOK 1,75, som ifølge Selskapet tilsvarte en begrenset emisjonsrabatt. Lagt til grunn at Selskapets aksjekurs ville holde seg på samme nivå som tidligere, antok Selskapet at fortrinnsrettene teoretisk kunne blitt omsatt på Oslo Børs til svært begrensede verdier. Selskapet antok derfor at den faktiske aksjonærmassen som ikke hadde interesse av å selge sine tegningsretter var betraktelig høyere enn 75 %.

Børsen fant ikke at overnevnte redegjørelse tilsa at vilkårene for å ikke oppta fortrinnsrettene til notering i henhold til opptaksreglene punkt 8.2 (2) var oppfylt og ga Selskapet beskjed om dette. Selskapet innstilte seg deretter på å ta opp fortrinnsrettene til notering. Kort tid etter kontaktet Selskapet børsen og opplyste om at garantien som var utstedt i forbindelse med fortrinnsrettsemisjonen inneholdt et vilkår om at fortrinnsrettene ikke skulle være omsettelige. Børsen kunne dermed ikke ta opp fortrinnsrettene til notering ettersom dette medførte en risiko for at garantien ikke ville stå seg ved gjennomføring av emisjonen. I henhold til tidsplanen var det ifølge Selskapet ikke mulig å endre på dette.

## **3 Børsens vurdering av saken**

Oslo Børs finner det kritikkverdig at Selskapet ikke hadde gjort seg kjent med regelen om opptak av fortrinnsretter til notering i henhold til opptaksreglenes punkt 8.2. Bakgrunnen for at fortrinnsretter som utstedes i henhold til allmennaksjeloven § 10-4 som hovedregel skal opptas til notering, er at aksjonærer som av ulike årsaker ikke kan tegne seg for nye aksjer skal ha mulighet til å omsette fortrinnsretten. Aksjonærene skal dermed kunne oppnå en økonomisk gevinst dersom aksjen handles på et høyere nivå enn tegningskursen.

Dette kravet skiller seg fra opptaksreglene punkt 8.3, som omhandler opptak av øvrige tegningsretter til notering. Slike retter *kan* etter søknad til Oslo Børs tas opp til notering. Ved utstedelse av fortrinnsretter følger det av opptaksreglene punkt 8.2 at rettene *skal* tas opp til notering med mindre Oslo Børs finner at rettene ikke har allmenn interesse, ikke kan forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning eller av andre grunner ikke er egnet for børsnotering.

Det er således Oslo Børs som tar avgjørelsen av om vilkårene for å ikke ta opp fortrinnsrettene til notering er oppfylt, noe som følger klart av ordlyden i opptaksreglene punkt 8.2. Børsen har en svært restriktiv praksis hva gjelder unntak fra regelen om at fortrinnsretter skal tas opp til handel, ettersom det for fortrinnsretter er en presumpsjon om at disse er egnet for notering. Dette har en side til prinsippet om likebehandling. Tegningskursen i en fortrinnsrettsemisjon settes normalt med en betydelig rabatt og emisjonen er i de fleste tilfeller garantert. Dersom tegningsrettene ikke er omsettelige, kan dette medføre at garantisten(e) kan sitte igjen med et større antall tegningsretter og dermed tegne seg for nye aksjer til en betydelig rabatt på bekostning av aksjonærer som ikke kan tegne seg og ikke har mulighet til å omsette tegningsrettene.

Børsen vil understreke at utstedere som gjennomfører en fortrinnsrettsemisjon, som klart utgangspunkt må strukturere denne slik at den oppfylder børsens hovedregel om at fortrinnsrettene skal være omsettelige. Børsen aksepterer ikke at utsteder utformer garantien på en slik måte som er gjort i denne sak, eller gjør andre grep for å besørge at rettene ikke har allmenn interesse, ikke kan forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning eller av andre grunner ikke anses egnet for børsnotering. Eventuelle fravikelser av hovedregelen om at fortrinnsrettene skal tas opp til notering i henhold til opptaksreglene punkt 8.2 (1) må avklares med børsen på forhånd. Som nevnt har børsen en svært restriktiv praksis på dette, og børsen ville i foreliggende sak ikke akseptert at fortrinnsrettene ble gjort uomsettelige dersom redegjørelse etter opptaksreglene 8.2 (2) og (3) hadde blitt oversendt innen gjeldende frist.

Børsen ønsker videre å understreke at forventet omsetningskurs på rettene eller antatt interesse for aksjonærene for salg av fortrinnsrettene i normaltilfellene ikke er et relevant moment for om rettene skal noteres eller ikke. Fremtidig kursutvikling, både for aksjer og tegningsretter, er særdeles vanskelig å forutse i forkant. Det sentrale for vurderingen er om det kan være interesse for muligheten til å omsette rettene, noe som normalt vil være tilfelle.

Til Selskapets opplysning om at aksjen i lengre perioder den siste måneden hadde handlet til priser godt under NOK 2 per aksje, ønsker Oslo Børs kort å kommentere at volumveiet gjennomsnittskurs siste måned før annonseringen var NOK 2,087, og at det er naturlig å beregne rabatten på tegningskursen mot dette måltallet. Børsen ser at rabatten (ca. 16 %) er noe lavere enn hva som er vanlig i en fortrinnsrettsemisjon, men anser ikke at dette tilsier at fortrinnsrettene ikke er egnet for notering.

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

### **3.2.2.9 Element ASA - Ad. Deling av innsideinformasjon med media før offentliggjøring, 06.06.2018**

#### **1 Innledning**

Det vises til vår henvendelse av 7. mai 2018 vedrørende børsmeldinger fra Element ASA 6. mai 2018, og omtale av de børsmeldte forhold i Finansavisen i nettutgaven den 6. mai, og i papirutgaven den 7. mai 2018.

## 2 Sakens bakgrunn

Element ASA («Element» eller «selskapet») offentliggjorde følgende børsmeldinger søndag 6. mai 2018:

- 1) «*Element ASA signerer en LOI med Auplata for sammen å kjøpe en betydelig andel i et børsnøtert gruveselskap med lang utbyttehistorikk og gode fremtidsutsikter*», og
- 2) «*Element ASA sikrer konvertibel lånefasilitet på MNOK 500 med opsjon på ytterligere MNOK 500*».

Den konvertible lånefasiliteten sikrer finansieringen av Elements planlagte investering omhandlet i den første børsmeldingen. Børsmeldingene ble offentliggjort henholdsvis kl. 17:30 og kl. 17:40 den 6. mai 2018.

Forholdene offentliggjort i børsmeldingene fikk bred omtale i Finansavisen mandag 7. mai 2018 og var hovedoppslag på førstesiden. Styreleder i Element uttaler seg også i artikkelen. Artikkelen ble etter det opplyste også offentliggjort elektronisk kl. 21:00 søndag 6. mai 2018. Som ledd i børsens rutinemessige oppfølging av de noterte selskaperes informasjonsplikt ble det rettet en henvendelse til Element den 7. mai 2018.

Det fremgår av tilbakemeldingen Oslo Børs har mottatt fra Element at selskapet valgte å dele informasjon om de børsmeldte forholdene med Finansavisen før forholdene ble offentliggjort gjennom de to refererte børsmeldingene. Det er opplyst at kontakten med Finansavisen ble initiert lørdag 5. mai ved at selskapets PR-rådgiver sendte en SMS til Finansavisen og meddelte at «*han hadde en veldig interessant historie*».

Kontakten ble videreført søndag 6. mai ved at rådgiveren ringte journalisten i Finansavisen og fortalte at det er mulig det blir en interessant sak om Element i løpet av søndag. Det er opplyst at Finansavisen i samtalen ble gjort kjent med at Element var i ferd med å inngå «noen viktige avtaler», og at journalisten var innforstått med at informasjonen ikke skulle spres videre til uvedkommende. Kl. 14:00 samme dag ringer journalisten i Finansavisen styreleder i Element. Etter det opplyste gir styreleder journalisten oversikt over saken. Kl. 14:20 blir foreløpig versjon av børsmelding vedrørende transaksjonen med Auplata oversendt til Finansavisen. Etter det opplyste var børsmeldingen på dette tidspunktet ikke endelig eller godkjent av Auplata S.A.

## 3 Oslo Børs' vurdering

Det er Oslo Børs' vurdering at Finansavisen gjennom kontakten med Element og dets rådgiver søndag 6. mai 2018 mottok innsidestrukt informasjon. Det vises i denne forbindelse også til at Oslo Børs forut for dette tidspunktet var varslet om at selskapet hadde besluttet utsatt offentliggjøring om forholdene omhandlet i børsmeldingene. Den 4. mai 2018 om forhandlinger om med Auplata, og den 18. april 2018 om forhandlingene knyttet til finansiering.

Det er Oslo Børs' vurdering at selskapet og dets rådgiver gjennom kontakten med Finansavisen den 6. mai 2018 har overtrådt verdipapirhandelloven § 3-4 og Løpende forpliktelser for børsnøterte selskaper pkt. 3.1.3. Det er børsens klare vurdering at journalister og media ikke representerer «vedkommende» i relasjon til vphl. § 3-4 og Løpende forpliktelser pkt. 3.1.3. Dette selv om Element

skulle mene det var i selskapets interesse å oppnå omtale av de aktuelle forhold i Finansavisen den 7. mai 2018. Det understrekes dog at Element ikke har påstått at den aktuelle journalisten var «vedkommende» i relasjon til vphl. § 3-4.

Oslo Børs vil fremheve at vår forståelse av begrepet «vedkommende» i relasjon til journalister og media er uttrykt gjennom brev fra Oslo Børs til utstedere notert på våre markedsplasser av 21. februar 2011. Brevet er inntatt i Vedtak og uttalelser fra Oslo Børs 2011. Det vises også til Brev av 3. juli 2014 til Next Biometrix som omhandler samme problemstilling, inntatt i veiledning til Løpende forpliktelser pkt. 3.1.3. Oslo Børs er således svært kritisk til at børsnoterte selskaper selv kontakter og videreformidler innsideinformasjon til journalister, selv under løfte om ikke å videreformidle informasjonen til uvedkommende.

Vphl. § 3-4 forvaltes av Finanstilsynet og Oslo Børs er forpliktet til å rapportere mulige brudd på bestemmelsen til Finanstilsynet. Angjeldende forhold er derfor rapportert til Finanstilsynet. Oslo Børs mener for egen del at Elements deling av angjeldende informasjon med Finansavisen representerer et grovt brudd på vphl. § 3-4 og Løpende forpliktelser pkt. 3.1.3, og at selskapets informasjonshåndtering er sterkt kritikkverdig. I dette ligger at Oslo Børs forventer at utstedere notert på våre markedsplasser kjenner til og opptre i samsvar med sentrale krav til håndtering av innsideinformasjon. Oslo Børs forventer derfor at Element gjennomgår sine rutiner for informasjonshåndtering og påser at disse reflekterer de krav som følger av lov og børsens regelverk.

I lys av at angjeldende forhold er rapportert til Finanstilsynet vil Oslo Børs avslutte saken med dette kritikkbrevet. Oslo Børs vil imidlertid vise til at selskapet senest 31. januar 2018 også mottok en advarsel knyttet til manglende overholdelse av deler av Oslo Børs' regelverk. Oslo Børs vil tillegge nærværende og tidligere overtredelser vekt ved eventuelle fremtidige regelbrudd.

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

### **3.2.2.10 Asetek A/S – Letter regarding disclosure of inside information, 27.06.2018**

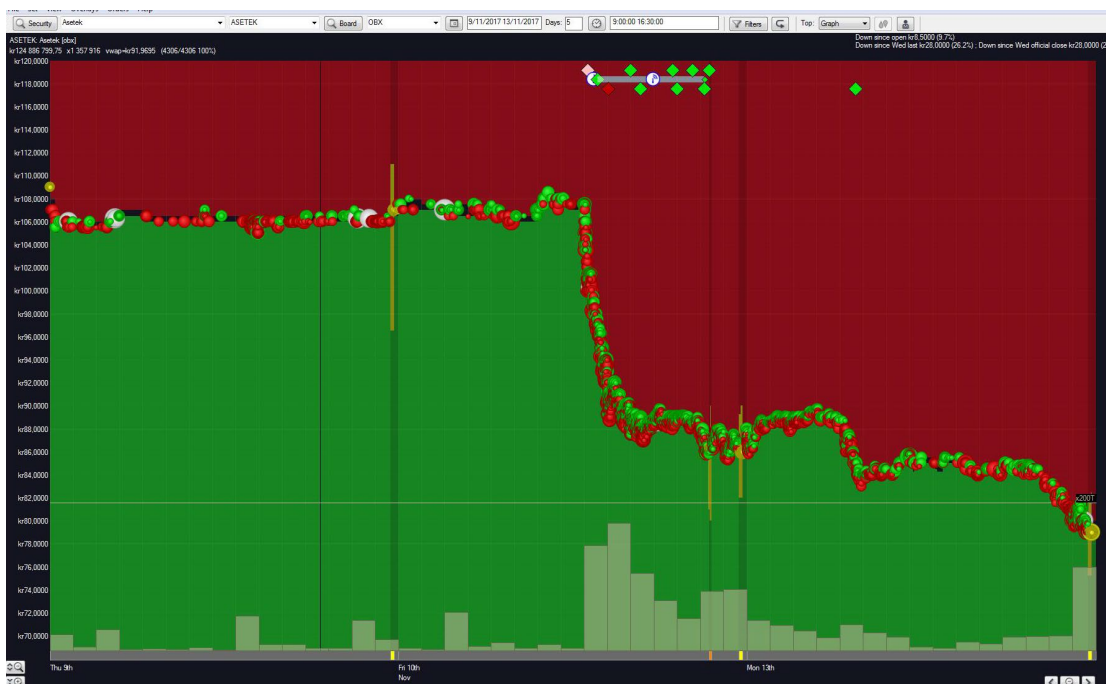
#### **1. Introduction**

Reference is made to the correspondence between Asetek A/S (the “**Company**” or “**Asetek**”) and the Oslo Stock Exchange regarding the stock exchange notice published by the Company on 10 November 2017 at 13:00 (CET). The stock exchange notice informed of a notification from a customer of a delay of the launch of a product.

The effect of the stock exchange notice was that the Company's share price declined, and the closing price ended negative 19.6% compared to the closing price on 9 November 2017.

The decline in the share price continued on the next trading day, Monday 13 November 2017, and the closing price was negative 8.1% compared to the closing price on the 10 November 2017.

The share price and trading volumes between 9 and 13 November 2017 are illustrated in the picture below, extracted from the surveillance system SMARTS:



Below is an overview of trading volumes in the Company on 10 and 13 November 2017 compared to monthly and annual statistics:

	10 Nov 2017	13 Nov 2017	Preceding month* (09.10 – 09.11.2017)	Preceding 12 months** (09.11.16 – 09.11.2017)
Average daily number of trades	2487	1412	401	330
Average daily turnover value (MNOK)	72.1	33.1	11.1	10.1
Average daily number of shares traded, in nearest thousand	780,000	393 000	98 000	118 000

\* 24 trading days

\*\* 254 trading days

The table illustrates that trading volumes increased significantly when the stock exchange notice was published on the 10 November 2017 as well as on 13 November 2017 compared to the monthly and annual trading statistics of the Asetek share.

The factual circumstances of the case is set out under section 0. The legal background for the case is set out under section 0. The Company's account of the case is provided under section 0. Under section 0, the Exchange will provide its assessment of the case.

## 2. About the Company

The Company's shares were listed on the Oslo Stock Exchange on 20 March 2013 and is trading under the ticker "ASETEK". The Company is a provider of liquid cooling solutions for PCs, servers and data centers. The Company's server products enable OEMs (Official Equipment Manufacturers) to offer cost effective, high performance liquid cooling data center solutions. Its PC products are targeted at the gaming and high performance desktop PC segments. With over 4.5 million liquid cooling units deployed, the Company's patented technology is being adopted by a growing portfolio of OEMs and channel partners. Asetek is a Danish incorporated company founded in 2000, and headquartered in Denmark.



### 3. The factual circumstances of the case

#### 3.1 Public information about the development agreement and product launch

On 22 February 2017 at 08:00, the Company published a stock exchange notice<sup>84</sup> about the signing of a development agreement with a major player in the data center space. The stock exchange notice stated that the end-goal of the development agreement was to have products in the market before year-end and resulting revenue to have significant impact on the Company's future data center business. The name of the partner would be disclosed at a later date.

The Company's CEO was quoted on the following: *"This development agreement is the direct result of several years of collaboration and I am very pleased that we have come this far with our partner. I expect this is the major breakthrough we have been waiting for."*

The Company's share price increased following the publication of the stock exchange notice. The closing share price was up 10.5% compared to the closing price the day before. The trading volume in the Company's share was also significantly higher on 22 February 2017 compared to the other trading days in February, with 1,176 trades in 498,477 shares and a total trading value of NOK 38.8 million.

On 28 February 2017, the Company published the Q4-results for 2016<sup>85</sup>. In terms of the development agreement, the Company stated the following: *"In February 2017, the Company announced the signing of a development agreement with an undisclosed major player in the data center market. The Company expects this agreement to result in new products in 2017 which will drive long-term data center revenue."* This was also repeated when the Company published the results for Q1 2017 on 26 April 2017<sup>86</sup>

In the Company's half-yearly report published on 16 August 2017<sup>87</sup>, the Company informed that the customer in the development agreement expected to launch the first product at the SC17 tradeshow in November 2017, with revenue to the Company beginning at that time. This information was also repeated in the Company's Q3-report which was disclosed on 25 October 2017<sup>88</sup>.

On 10 November 2017 at 13:00 (CET)<sup>89</sup>, the Company published a stock exchange notice which stated that: *"The customer has informed Asetek it now targets product launch in March 2018, instead of as originally planned at the SC17 trade show next week, due to factors outside of Asetek's control."*

The CEO was quoted on the following: *"We have collaborated with this customer for several years towards a market launch of our solutions. Unfortunately, postponements are not uncommon in our industry. While it is disappointing to receive this news so close to launch, in the bigger picture, this has no bearing on Asetek's strategy or future potential"*.

#### 3.2 The Oslo Stock Exchange's handling of the case

On 16 November 2017, the Oslo Stock Exchange contacted the Company and requested an account of the process leading up to the publication of the stock exchange notice and the considerations made by the Company in terms of inside information and delayed disclosure.

#### 3.3 Further about the events leading up to the postponement of the product launch

---

<sup>84</sup> <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messagelid=420779>

<sup>85</sup> <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messagelid=421260>

<sup>86</sup> <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messagelid=425542>

<sup>87</sup> <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messagelid=432793>

<sup>88</sup> <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messagelid=437048>

<sup>89</sup> <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messagelid=438445>

With regard to the process leading up to the publication of the stock exchange notice on 10 November 2017, the Company has stated to the Exchange that it had worked with the partner in question on the project for several months, and that the collaboration had gradually intensified.

The Company had informed the market about the development of the project on an ongoing basis, and how the collaboration was expected to have a significant impact on the long term revenue expectations for the Company's data center segment, as accounted for above. At the release of the Company's Q3-report, 25 October 2017, the Company informed the market that it expected to be able to release the name of the customer at the SC-17 tradeshow in November 2017; a date that the Company in its development- and manufacturing-processes had been working up against.

The Company has stated to the Oslo Stock Exchange that its work with the customer did not give indications that the product launch would be postponed. The Company has stated to the Exchange that this tactic by a customer is not unknown in the IT-industry, where multiple large customers and suppliers are disappointed (and will see financial losses) if projects are delayed. The customer is trying to keep everybody motivated up until a very late stage in the hope that the product launch will succeed on time.

In hindsight, the Company has become aware that, in the days leading up to the release, there had been low-level "chatter" about a possible delay in the public launch. It is unclear to the Company what led to the uncertainty about the timing of the launch.

Below is the Company's account of the time line from when the information about the postponement of the product launch was received by the Company and the publication of the stock exchange release:

U.S. West Coast time	Denmark time	Event
Late evening (Wednesday 8 November 2017)	Early morning (Thursday 9 November 2017)	The information about the postponement was given orally to a senior Asetek sales staff member located on the U.S. West Coast. There was no information about the extent of the postponement/timeframe in the received notification.
06:31 (Thursday 9 November 2017)	13:31 (Thursday 9 November 2017)	The Asetek sales staff member conveyed the information to the Company's COO who discussed the information with the sales staff member.  The COO then conveyed the information to the Company's CEO and the rest of the management team.
12:12 (Thursday 9 November 2017)	19:12 (Thursday 9 November 2017)	The COO sent an e-mail to the customer in order to try to verify the correctness of the information and the timeframe of the postponement. The COO highlighted to the customer that Asetek had to inform the stock market of the postponement.
14:24 (Thursday 9 November 2017)	21:24 (Thursday 9 November 2017)	The customer replied to the COO with confirmation of the delay and indicated launch in Q1 2018. The customer referred to the its marketing department for confirmation on what could be stated publicly about the postponement.
Afternoon (Thursday 9 November 2017)	Late evening (Thursday 9 November 2017)	The COO was in contact with marketing personnel at the customer to have the timeframe of the postponement confirmed.
	02:26 (Friday 10 November 2017)	First draft stock exchange notice prepared by the Company.

	04:52 (Friday 10 November 2017)	Following exchanges with the customer's marketing personnel, the COO sent an e-mail to the CEO, the CFO and the Vice President of Global Sales and Marketing with information that the customer had confirmed that Asetek could go public with information that the launch would be March 2018.
	10:18 (Friday 10 November 2017)	First stock exchange draft sent to the Company's communications advisors Crux. Several drafts between Crux and the Company were exchanged.
	Shortly after 12:30 (Friday 10 November 2017)	Wording of stock exchange draft cleared and agreed with Crux.
	13:00 (Friday 10 November 2017)	Publication of the stock exchange release.

The Company has informed that because the person who drafted the announcement had used an announcement from 7 November 2017 as "template", the date on the first announcement had not been changed to reflect the correct day. This entailed that the Company sent a correction notice clarifying this matter at 14:17 (CET)<sup>90</sup>.

#### 4. Legal background

##### 4.1 Inside information

Section 5-2 (1) of the Securities Trading Act (the "STA"), cf. section 3.1.1 (1) of the Continuing Obligations, stipulates that listed companies must without delay and on their own initiative publicly disclose inside information which concerns the issuer directly, cf. section 3-2 (1) to (3) of the STA. Inside information is defined in section 3-2 (1) of the STA:

*"'Inside information' means any information of a precise nature relating to financial instruments, the issuers thereof or other circumstances which has not been made public and is not commonly known in the market and which is likely to have a significant effect on the price of those financial instruments or of related financial instruments."*

The definition imposes three main conditions for information to be deemed inside information. Firstly, the information must be information of a precise nature relating to the financial instruments in question. Secondly, the information must be likely to have a significant effect on the price of the financial instruments. Finally, the definition relates to information which has not been made public and is not commonly known in the market.

The first and second main conditions for information to be deemed to be inside information (i.e. the requirements for information to be of a precise nature and likely to have a significant effect on the share price) are explained in greater detail in the STA Section 3-2 (2) and (3):

*"(2) 'Information of a precise nature' means information which indicates circumstances that exist or may reasonably be expected to come into existence or an event that has occurred or may reasonably be expected to occur and which is specific enough to enable a conclusion to be drawn as to the possible effect of those circumstances or that event on the price of the financial instruments or related financial instruments."*

<sup>90</sup> <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=438465>

*(3) 'Information likely to have a significant effect on the price of financial instruments or of related financial instruments' means information of the kind which a reasonable investor would be likely to use as part of the basis of his investment decisions."*

According to the first main condition, the information must as a minimum indicate that circumstances exist or may reasonably be expected to come into existence or an event has occurred or may reasonably be expected to occur. Neither the wording of the legislation, the preparatory work on the legislation nor established practice impose any restrictions on what can actually constitute "information", subject to the other conditions being satisfied.

Moreover, pursuant to section 3-2 (2) of the STA, the information must be sufficiently precise for it to be possible to draw a conclusion on the possible effect of the information on the price of the financial instruments in question. According to the preparatory work on the legislation, the requirement stipulated by the wording for information to be of a precise nature is intended to exclude rumors and speculation, cf. Ot. prp. nr. 12 (2004-2005) section 4.5. In connection with the implementation of the EU Market Abuse Directive, the Norwegian Financial Supervisory Authority has taken the view that information can be of a precise nature even if it is not complete, unambiguous, final or unconditional, so long as it is sufficiently specific, cf. page 15 of Consultation document dated 1 March 2004.

The second main condition for the definition of inside information, namely that the information must be likely to have a significant effect on the price of the financial instruments, is further clarified in the STA by the "reasonable investor test", cf. section 3-2 (3). The preparatory work for the STA set out the criteria in this connection as "information of the type that a reasonable investor would be likely to use as part of the basis of his investment decisions", cf. Ot. prp. nr. 12 (2004-2005) section 4.5. The wording of the legislation does not include any condition that the information must actually affect the price of the financial instruments in question. Accordingly, this test shall be carried out in advance of the event or circumstance in question.

In order for information to be subject to the definition of inside information, the information must not have been made public or be commonly known in the market. Evaluating whether particular information is inside information requires a case-by-case approach. The evaluation is relative, and may reach different conclusions for different companies and markets. The responsibility for supervision and imposing sanctions in respect of the rules for the public disclosure of inside information is delegated to the Oslo Stock Exchange, cf. section 17-4 (3) third sentence of the STA and section 15-2 (2), cf. section 13-1 of the Norwegian Securities Trading Regulations (the "STR").

#### **4.2 Delayed publication of inside information**

##### *Legitimate interests, not misleading the public and kept confidential*

Section 5-3 (1) of the STA, cf. section 3.1.2 (1) of the Continuing Obligations states that a company may delay the public disclosure of inside information in order not to prejudice its legitimate interests, provided that such delay does not mislead the public and that the information is kept confidential. The condition related to legitimate interest for delaying public disclosure of inside information is exemplified and explained in the STA section 5-3 (2), cf. section 3.1.2 (2) of the Continuing Obligations. Other matters than the ones exemplified may also be recognized as legitimate interests. All three conditions, i.e. prejudice the legitimate interest of the company, avoid misleading the public and maintenance of confidentiality, must be in place as long as the public disclosure of inside information is delayed.

Any delay in disclosing inside information to the market will by definition mislead the market in one way or another since it represents a failure to provide the market with complete information. The condition on misleading must therefore be assumed to refer to a more qualified form of misleading

than that caused by a normal delay in disclosing information. The condition can also typically restrict the scope for delaying publication of information in situations where the market has justifiable expectations that a particular situation will occur at a certain time, for example on the basis of information already provided to the market. This will be the case when a company has created certain expectations, but where changes occur that cause the information known by the market to become incorrect. In such situations, even if the company has legitimate reasons to delay disclosure of the changed situation, this will not be permitted as the market in that case would be misled by a delay.

#### Notification to the Oslo Stock Exchange

According to section 5-1 of the STR, cf. section 3.1.2 (3) of the Continuing Obligations, a company must, on its own initiative, promptly notify Oslo Stock Exchange of any delay in disclosing information, including the background for the decision to delay publication.

Pursuant to the Exchange's guidance to section 3.1.2 (3) of the Continuing Obligations, the notification shall be given to the Market Surveillance and Administration Department of Oslo Stock Exchange. If a company makes a decision to delay public disclosure of inside information outside exchange trading hours, it is sufficient for Oslo Stock Exchange to be notified of the decision prior to the start of stock exchange trading on the following trading day. This was also stated in stock exchange circular 1/2017.

#### **5. The Company's account of the matter**

The Company first stated to the Exchange that based on the level of interest it had seen over the recent months related to the expected announcement, the Company had no doubt that the specific information would constitute inside information as soon as the Company received it the evening of Thursday 9 November 2017. In later correspondence, the Company has modified this statement and the Exchange understands that the Company considers that inside information first occurred in the morning of Friday 10 November 2017, when the customer confirmed the time frame of the delay.

The Company is of the opinion that the information was published timely pursuant to section 5-2 (1) of the STA, cf. section 3.1.1 of the Continuing Obligations. It is the Company's view that the matter should be assessed on the basis of the information arriving at the Company in rudimentary and unreliable form at night and developed in the early morning, that the Company was completely unprepared for the situation and taking into consideration the difficult practical circumstances that prevailed for the Company's management at the time. The Company has argued that this is supported by the Exchange's circular 1/2017.

Furthermore, the Company has argued that the Company's share is a very volatile share on the Oslo Stock Exchange and that the decline in the Company's share price on 10 November 2017 was an overreaction at the time with respect to the underlying effects for the Company, and that the share price development from the publication of the stock exchange notice and until year end 2017 reflects a market recognition of the same.

The Company has stated that timing was awkward, not only due to the late hours, but also because the CEO and CFO were both travelling at the time, in order to meet the customer at the originally planned product launch. The fact that the CEO and CFO were both travelling due to the subject matter of the announcement in question, made communications difficult and affected progress with respect to clarifying and handling the information. When it was clear that an announcement needed to be made, it was also of utmost importance to present an announcement which presented the new situation in the best way circumstances allowed.

The Company argues that it needed to evaluate to what extent it was possible to make more precise indications about the effects of the delay than its occurrence, and/or to provide guiding information

about any strategic effects for what may by the market be perceived as a future very large client of the Company. As will be evident from the final announcement, the conclusion was that any attempts at giving further guidelines of the effects for the Company would not provide further guidance, and could potentially be misleading. Despite the simplicity of the final announcement, the Company did perceive the unexpected situation as very complex indeed, and the Company's view is that this should in fact allow for more time for the Company to react.

The Company has stated that it was clearly completely unprepared for the situation, and it should not be seen as being under an obligation to be stand by at the awkward hours this information arrived. The timing aspects of the stock exchange notice of 10 November 2017 should in the opinion of the Company be considered on the basis thereof.

The Company has stated that it did not draw up any insider list pertaining to the matter as there was no time-gap between the receipt of the information and the dissipation of the stock exchange announcement.

## **6. The Oslo Stock Exchange's assessment of the case**

### **6.1 Introduction**

The question in this matter is whether the Company's disclosure of the information about the postponement of the product launch was disclosed timely by the Company pursuant to section 5-2 (1) of the STA, cf. section 3.1.1 (1) of the Continuing Obligations.

### **6.2 Inside information**

The first question is when this information constituted inside information pursuant to section 3-2 of the STA, cf. section 3.1.1 (2) of the Continuing Obligations. It is undisputed that the information was not made publicly available prior to the Company's stock exchange was published at 13:00 (CET) on 10 November 2017. The question is accordingly when the information constituted information of a precise nature which was likely to have a significant effect on the Company's share price, cf. section 3-2 (2) and (3) of the STA.

As accounted for under section 3.3 above, the Company first received information about the postponement through a sales staff member in the late evening of Wednesday 8 November 2017 (U.S. time) / early morning Thursday 9 November 2017 (Denmark time). The sales staff member conveyed the information to the Company's COO at 06:31 (U.S. time) / 13:31 (Denmark time) on Thursday 9 November 2017. The COO sent an e-mail to the customer at 12:12 (U.S. time) / 19:12 (Denmark time) the same day to verify the correctness of the postponement and its timeframe. In the e-mail, the COO stated that the Company had to inform the stock market about the postponement.

The Exchange considers that at the time the COO of the Company received confirmation of the postponement at 14:24 (U.S. time) / 21:24 (Denmark time) at Thursday 9 November 2017, the information was of a precise nature pursuant to section 3-2 (2) of the STA. The postponement of the product launch was at such time confirmed by the customer, and accordingly constituted an incurred event. The Exchange considers this to be the case notwithstanding the fact that the customer had not confirmed what the Company could state to the market as to the new launch date.

The Exchange would in this regard like to highlight that information can be of a precise nature even if it is not complete, unambiguous, final or unconditional, so long as it is sufficiently specific for a reasonable investor to draw a conclusion as to draw a conclusion on the possible effect of the information on the share price.

Given that the product launch was scheduled for only a week later, the Oslo Stock Exchange considers that information about the postponement could have had a significant effect on the Company's share price from the time the COO received the confirmation of the postponement at 14:24 (U.S. time) / 21:24 (Denmark time) at Thursday 9 November 2017. Under any circumstance, the Oslo Stock Exchange considers that this condition was fulfilled no later than at 04:52 (Denmark time) on Friday 10 November 2017, when the COO had received confirmation from the customer's marketing team that the Company could publicly state that the new launch date would be March 2018, and conveyed this information to the rest of the Company's management team.

The Company had communicated that it would generate income from the time of the product launch, which was scheduled to take place in November 2017. When this turned out not to be the case, a reasonable investor would use this information as part of its investment decision. Although this assessment shall be taken ex ante, the significant decline in the Company's share price and increase in trading volume when the information was published on Friday 10 November 2017 at 13:00 (Norwegian/Denmark time) supports that the information about the postponement was share price sensitive. This is also supported by the fact that the COO in the evening of Thursday 9 November 2017 (Denmark time) stated to the customer that the Company had to inform the stock market about the postponement and that the first stock exchange draft was prepared by the CEO at 02:26 on Friday 10 November 2017 (Denmark time).

The Company has argued that the Company's share is a very volatile share on the Oslo Stock Exchange and that the decline in the Company's share price was an overreaction of the information. While the Exchange acknowledges that the Asetek share generally is more volatile than the OSEBX index and OSE45G1 (the largest IT index), the trading volumes and percentage of the decline in the share price on 10 November 2017 still deviate noticeably from the changes in the share price both in the periods prior to and subsequent of the release.

The Exchange accordingly considers that the information about the postponement constituted inside information no later than 04:52 (Denmark time) at Friday 10 November 2017.

### **6.3 Timely disclosure**

The question is therefore whether the inside information was published timely pursuant to section 5-2 (1) of the STA, cf. section 3.1.1 (1) of the Continuing Obligations.

The requirement of inside information being published without delay is interpreted strictly and does as a main rule only provide the issuer with the necessary amount of time to prepare the stock exchange notice. The consideration behind the strict requirement is that the pricing of the share shall be as correct as possible.

The Company has argued that the Company was completely unprepared for the situation and should not be under an obligation to be stand by at the awkward hours the information arrived. The Company has referred to Circular 1-2017, the interpretations of the requirement of the obligations to disclose information "without delay" implemented does "*not impose on issuers a general duty to be in a position both night and day to deal with any information subject to the duty of disclosure that may come into existence*" and "*To the extent unexpected events occur at a time when an issuer cannot be expected to have personnel available to deal with the situation immediately, for example overnight or over a weekend, the issuer will be permitted more time to assess the situation before releasing the information to the market*".

The Oslo Stock Exchange does not dispute that an unexpected notice from the third party that the product launch was postponed, allowed the Company a certain amount of time to prepare the stock exchange notice before publication. This is in contrast to situations where the inside information is

expected and under control by the Company. The complexity of the situation is also of relevance and could in certain circumstances allow for more time.

However, at the time the inside information occurred in the early morning of Friday 10 November 2017, the Company had been aware of the circumstances of the postponement during nearly a day and this must be taken into consideration when determining the Company's latitude in terms of publishing the information to the market.

The Exchange is of the opinion that the stock exchange notice about the postponement should have been published within opening of trade on Friday 10 November 2017 to have been timely disclosed pursuant to section 5-2 (1) of the STA, cf. section 3.1.1 (1) of the Continuing Obligations.

The Company's management was informed about the possibility of the postponement mid-day of Thursday 9 November 2017, and the postponement was confirmed by the customer later that evening. The Company had prepared the first draft of the stock exchange notice overnight between Thursday 9 and Friday 10 November 2017 and could expect to receive a reply from the customer in terms of what the Company could state in terms of the timeframe of the postponement at any time. The Company was accordingly not in a position where the situation occurred suddenly and unexpected in the morning of Friday 10 November 2017. What was communicated from the customer at such time was what the Company could publish in terms of the time frame of the postponement.

The Company has argued that it needed to evaluate to what extent it was possible to make more precise indications about the effects of the delay than its occurrence, and/or to provide guiding information about any strategic effects for what may by the market be perceived as a future very large client of the Company. The Exchange would in this regard like to highlight that this does not fall within the time the Company had to publish the inside information without delay pursuant to section 5-2 (1) of the STA, cf. section 3.1.1 (1) of the Continuing Obligations. In such circumstance, it must be assessed whether the conditions for delayed disclosure are fulfilled, see section 6.4 below.

#### **6.4 Delayed disclosure**

The Company has not argued that it resolved delayed disclosure of inside information, and the Exchange was not notified of any such decision pursuant to section 5-1 of the STR, cf. section 3.1.2 (3) of the Continuing Obligations. In any circumstance, the Oslo Stock Exchange consider that the conditions for delayed disclosure were not fulfilled. For guidance purposes, the Exchange will therefore account further for this view below.

The first condition for delayed disclosure is that immediate public disclosure will prejudice the Company's legitimate interests. The types of situations listed in section 5-3 (2) of the STA, on-going negotiations and resolutions or contracts that require approval from a corporate body to be effective, are not the case in this matter.

The Company has stated that it needed to evaluate to what extent it was possible to make more precise indications about the effects of the delay than its occurrence, and/or to provide guiding information about any strategic effects for what may by the market be perceived as a future very large client of the Company.

Given the concrete circumstances of the case, the Exchange considers that such assessments do not constitute a legitimate interest to delay disclosure. These assessments related to possible effects of the incurred circumstances which constituted the inside information, and were not assessments which was necessary for the Company to consider whether inside information had occurred or assessments that were necessary to describe the factual circumstances that constituted the inside information.



The Exchange would like to highlight that there may be circumstances which imply that the further assessments by the relevant issuer about the circumstances relating to the inside information could constitute a legitimate interest to delay disclosure. This could typically be where the information is complexed and immediate release without further considerations could be misleading to the market. However, in the morning of Friday 10 November 2017, there were no uncertainties as to whether there was a postponement, nor the timeframe of the delay. The Company could therefore have published a short announcement containing only the basic information about the postponement within the opening of trading hours on Friday 10 November 2017, without this being misleading to the market. If the Company following the assessment of consequences were able to provide more information to the market about the effects of the delay, such information could be given in a more detailed stock exchange notice later. This is supported by the fact that the Company was not able to provide any additional information about any such strategic effects in the stock exchange notice published at 13.00 (CET) on Friday 10 November 2017.

The Exchange is particularly critical of the Company first spending a couple of hours to prepare the stock exchange notice in the morning of Friday 10 November 2017, then using an additional two hours with its communication advisor to finish the stock exchange notice before publication. The Company has argued that the use of communication advisors was in line the Company's policy. The Exchange would in this regard like to highlight that this use of communication advisors should then have been coordinated together with the Company's preparation of the stock exchange notice such that the stock exchange notice could still be published within the opening of trade on Friday 10 November 2017. Such use of communication advisors does as a main rule not constitute a legitimate interest to delay disclosure on an independent basis.

The Exchange accordingly considers that the Company's need for secrecy did not outweigh the market's need for information, and that the first condition for delayed disclosure is not fulfilled. The Exchange will regardless address whether the second condition for delayed disclosure is fulfilled.

The second condition is that a delay of public disclosure of information will not mislead the public. As accounted for under section 4.2 above, the condition will not be fulfilled when a company has created certain expectations and where changes occur that cause this information known by the market to become incorrect. The Exchange finds that this was the case in this matter. The Company had given regular updates to the market on the progress of the development agreement since the agreement was entered into in February 2017. The Company had also been given information on how the agreement was expected to have a significant impact on the long term revenue expectations for the Company's data center segment.

The market accordingly expected that the customer in the development agreement would launch the first product in November 2017, with revenue to the Company beginning at that time, as was published by the Company the latest in their Q2-report for 2017 published on 25 October 2017. When the product launch was delayed and this accordingly turned out to not be the case, the market was misled when the information about the delay was not disclosed without delay.

ESMA has published guidelines<sup>91</sup> on legitimate interests for delaying publication and situations where delayed disclosure is likely to mislead the market. The guidelines were prepared in connection with the implementation of the Market Abuse Regulation ("**MAR**"), which was implemented in the EU with effect from 3 July 2016. Although MAR has not yet been implemented in Norway, the Exchange considers the guidelines relevant for the assessment of the condition of misleading the market. This because there are no changes in the statute of the law on this point through the implementation of MAR. The said guidelines from ESMA give a further account for which circumstances in which delay of

---

<sup>91</sup> [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1478\\_mar\\_guidelines\\_-\\_legitimate\\_interests.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1478_mar_guidelines_-_legitimate_interests.pdf)

disclosure of inside information is likely to mislead the public:

- a. the inside information whose disclosure the issuer intends to delay is materially different from the previous public announcement of the issuer on the matter to which the inside information refers to; or
- b. the inside information whose disclosure the issuer intends to delay regards the fact that the issuer's financial objectives are not likely to be met, where such objectives were previously publicly announced; or
- c. the inside information whose disclosure the issuer intends to delay is in contrast with the market's expectations, where such expectations are based on signals that the issuer has previously sent to the market, such as interviews, roadshows or any other type of communication organized by the issuer or with its approval.

The Exchange considers that the information about the postponement of the product launch was materially different from the previous public announcement of the Company which stated that the product would be launched at the SC17 tradeshow in November 2017, which was scheduled to be held the following week after the Company was informed about the postponement of the launch. Item (a) in the said guidelines from ESMA therefore supports the Exchange's assessment that delay of the public disclosure of the information was likely to mislead the public.

The Exchange's conclusion is therefore that none of the conditions for delayed disclosure pursuant to section 5-3 of the STA, cf. section 3.1.2 (1) of the Continuing Obligations were fulfilled.

The Company has not argued that it resolved delayed disclosure of inside information, and the Exchange was not notified of any such decision pursuant to section 5-1 of the STR, cf. section 3.1.2 (3) of the Continuing Obligations. When the inside information occurs outside the Exchange's trading hours, the company must notify the Exchange of the decision to delay disclosure prior to the start of stock exchange trading on the following trading day, cf. Circular 1/2017 and the guidance to section 3.1.2 (3) of the Continuing Obligations.

## **6.5 Concluding remarks**

The Exchange's conclusion is that the inside information about the postponement of the product launch was not published without delay pursuant to section 5-2 (1) of the STA and section 3.1.1 (1) of the Continuing Obligations.

Based on the circumstances of the case, the Exchange considers that the information about the postponement of the product launch should have been published no later than prior to the start of trading on Friday 10 November 2017.

The stock exchange notice was not published before 13:00 (CET) on Friday 10 November 2017, which entails a delay of four hours from the opening of the market, i.e. half a trading day. In these four trading hours, the investors trading in the Company's share was trading based on incorrect information. This implied that the Company's share price was trading on a price level which significantly deviated from what must be considered a correct share price, taken into account the information withheld by the Company. From the opening of the market until 13.00 (Norwegian/Denmark time) 166 trades were carried out in the ASETEK share, representing a total of approximately 87,000 shares and a value of NOK 9 million.

As the stock exchange notice was actually published in the opening hours of the Oslo Stock Exchange, the Exchange would also like to draw attention to section 3.1.4 of the Continuing Obligations. It follows from this rule that if an issuer during the Exchange's opening hours shall publish information on matters which must be assumed to have a significant effect on the share price, the issuer must contact the Oslo Stock Exchange in advance of making such disclosure. The reason behind the rule is that the Exchange shall have the ability to consider whether the Exchange shall impose matching halt in the share.

The Exchange would also like to note that it considers it serious that the Company does not appear to have a sufficient level of awareness in terms of the duties that apply when inside information occurs. This is illustrated by the fact that the Company has changed its argumentation of when the inside information occurred, and did not draw up insider lists on the matter.

The inside information occurred no later than early morning of Friday 10 November 2017, and the information was not published before 13:00 (CET) the same day. It is therefore not correct that there was no time-gap between the receipt of the information and the dissipation of the stock exchange announcement, as stated by the Company to the Exchange. The importance of having a specific time for when the inside information occurred is of importance for when the duty to disclose the inside information occurs, but also in case of any trading in the Company's share by insiders in the period from when the inside information occurs and the information being disclosed by the issuer. With regard to the latter, it is essential that the time of when the relevant person was given access to the inside information is accurately stipulated.

After an overall consideration, the Oslo Stock Exchange has under doubt decided not to pursue this matter further. This letter therefore concludes the Exchange's handling of the case, but it may be taken into consideration in the event of subsequent breaches of the Continuing Obligations. Please note that the Exchange may use this letter as guidance to other market participants by including the letter in its publication "Decisions and statements made by Oslo Børs".

### **3.2.3 Sino Agro Food Inc. - – Violation of disclosure obligations, 02.11.2018**

#### **1 Introduction and executive summary**

The Oslo Stock Exchange has investigated breaches by Sino Agro Food Inc. (the "**Company**") of the Admission to trading rules for Merkur Market (the "**Admission Rules**") and the Continuing Obligations of companies admitted to trading on Merkur Market (the "**Continuing Obligations**"), due to failure to disclose information about arrangements for issuance of common shares as security ("**Collateralized Shares**") for various loans and trade finance facilities.

The Company was admitted to trading on Merkur Market on 13 January 2016, at which time the Company had entered into a trade facility (the "**Trade Facility**") where it had issued 1,235,000 common shares in the Company (the "**Common Shares**") as security. The Company later became subject to issuances of additional Common Shares as security for the Trade Facility than what was stipulated in the admission document (the "**Admission Document**")<sup>92</sup> published in connection with the admission to trading on Merkur Market. The Company also became subject to issuances of more Common Shares as security for new loans (the "**Additional Loans**") entered into on 27 December 2016.

---

<sup>92</sup> [Appendix 1](#): Admission Document of 12 January 2016

From the time the Company was admitted to trading on Merkur Market and up to 30 September 2017, the Company has issued a total of 7,140,047 Collateralized Shares in addition to the 1,235,000 Collateralized Shares issued initially. This entails an increase of the Company's Common Shares of approximately 35%.

The Company's obligations to issue Common Shares as security for the Trade Facility and Additional Loans constitute in the opinion of the Exchange inside information which has not been disclosed timely to the market in accordance with section 3.1.1 of the Continuing Obligations.

Furthermore, the Company has not timely disclosed information about increases in its authorized share capital pursuant to section 3.2 (1) no. 3 (e) of the Continuing Obligations, or the issuances of Common Shares when these have been carried out pursuant to the above arrangements, cf. section 3.2 (1) no. 3 (d) and 9.4 (3) of the Continuing Obligations.

The Company acknowledges that the issuances of Collateralized Shares has not been timely disclosed on Newsweb in accordance with the Continuing Obligations, but is of the opinion that information about the Company's arrangements for issuances of Collateralized Shares do not constitute inside information which the Company has disclosed too late.

The Oslo Stock Exchange considers the above breaches of the Continuing Obligations as material and has resolved to impose a violation fee on the Company pursuant to section 12.3 (2) of the Continuing Obligations.

Under section 0 below, the Exchange will present certain general information about the Company and the trading in the Company's Common Shares on Merkur Market. The legal background for the matters subject to this case is set out under section 0. Under section 0, the Exchange will give an account of the factual circumstances of the case. The Company's account of the case is provided under section 0. Under section 0, the Exchange will provide its assessment of the case.

## **2 About the Company**

### **2.1 Introduction**

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

### **2.2 Shares and classes of shares**

The Company has two classes of shares, Series A Preferred shares (the "**Preferred Shares**") and the Common Shares. The Common Shares have been quoted on OTCQB U.S. Premier in the United States since 5 January 2012 and were admitted to trading on Merkur Market on 13 January 2016.

The Preferred Shares shall at all times represent 80% of the total votes in the Company. The Preferred Shares pay no dividend and are not convertible. Mr. Solomon Lee, the CEO and Chairman of the Board of Directors, owns 75% of the Preferred Shares. Holders of the Common Shares are entitled to one vote for each such share held at all meetings of shareholders of the Company.

At the date of admission to trading to Merkur Market, the Company's authorized share capital consisted of 32,727,273 shares, comprising (i) 22,727,273 Common Shares, par value USD 0.001 per

share and (ii) 10,000,000 Preferred Shares, par value USD 0.001 per share. The authorized share capital constitutes the frame of which the Company's Board of Directors can resolve to issue new shares within. As of the date of admission to trading to Merkur Market, the Company had issued 20,133,857 Common Shares and 100 Preferred Shares.

As of the date of this document, the Company has an authorized share capital of 60,000,000, comprising of (i) 50,000,000 Common Shares and (ii) 10,000,000 Preferred Shares, par value USD 0.001 per share. The Company has issued a total of 49,355,640 Common Shares and 100 Preferred Shares.

### **2.3 Financial reporting**

In its financial reporting, the Company publishes annual and quarterly financial reports pursuant to the U.S. Securities Exchange Act, 10-Q (interim) and 10-K (annual) reports, which are also filed with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC"). In addition, the Company prepares a less comprehensive financial report which is more similar to what the Oslo Stock Exchange is more used to seeing in the financial reporting for issuers admitted to trading on Merkur Market. On this basis, the Exchange also assumes the main purpose for releasing a summary report in addition to the 10-Q is to present the financial results in a structure and more accessible manner for the participants in the Norwegian capital market.

In this case, the Exchange will throughout refer to 10-Q and 10-K reports, which are references to the comprehensive financial reports also filed with the SEC. The Exchange will also make references to the "summarized reports", which are references to the Company's less comprehensive financial reports.

### **2.4 Trading in the Company's shares on Merkur Market**

Since the Company's Common Shares were admitted to trading on Merkur Market on 13 January 2016, the share price has declined by approximately 95%. During the same period, the number of issued Common Shares has increased from 20,133,857 to 49,355,640, an increase of 145%. The share price peaked in January 2016 at NOK 92-93, while the shares recently have traded around NOK 3.00 per Common Share.



Trading statistics:

	Traded value (MNOK)	Number of traded shares	Number of trades	Year-end outstanding common shares <sup>93</sup>
2016 <sup>94</sup>	253	4.7 million	11,531	22,726,859
2017	185	10.1 million	16,898	29,362,365
2018 H1	51	11.3 million	8,852	40,305,492

The trading activity, in terms of number of trades and number of traded Common Shares, has increased significantly throughout this period while the share price has had a negative development, as reflected in the table above.

The Company has issued approximately 8.4 million Collateralized Shares for its debt obligations under the Trade Facility and the Additional Loans. To the knowledge of the Exchange, the Company has not issued any Collateralized Shares in 2018, implying that the issuances of 8.4 million Collateralized Shares were carried out in 2016 and 2017. The total number of Common Shares as of 31 December 2017 was 29,362,365, which represents an increase of 9.2 million Common Shares since the Company was admitted to trading on Merkur Market in January 2016. Out of this, 8.4 million Common Shares were issued as Collateralized Shares, which is around 90% of the said increase.

<sup>93</sup> According to the Company's 10K annual reports and stock exchange announcement of 14 June 2018.

<https://newsweb.oslobors.no/message/453746>

<sup>94</sup> Since 13 January 2016

The Company's Common Shares are also quoted and traded on OTCQB U.S. Premier in the United States. This implies that a part of the Company's Common Shares is traded on this market place and another part is traded on Merkur Market. The number of Common Shares traded on each of the market places varies from time to time, as a shareholder can transfer its holding of Common Shares between the markets where the Common Shares are traded. In this case, between the U.S. and Norway. This entails that all of the Company's Common Shares are admitted to trading on Merkur Market, as all Common Shares in principle can be traded on this market place.

The Oslo Stock Exchange does not have any information about which market the Common Shares are traded on at all times and neither is in a position to monitor the trading on OTCQB.

### **3 Legal background**

Section 3.2 of the Admission Rules regulates the content of the application for the admission to listing on Merkur Market. Pursuant to section 3.2 (4) no. 15<sup>95</sup>, the application shall, among other things, include information about:

*"Any options, warrants or loans giving the right to require the company to issue shares, and any subordinated debt or transferable securities issued by the company."*

Furthermore, section 3.1.1 of the Continuing Obligations states:

*"The company shall without delay and on its own initiative publicly disclose inside information that concerns the company directly, cf. Section 3-2, first to third paragraphs, of the Securities Trading Act"*

Section 3.2 (1) no. 3 (d) and (e) of the Continuing Obligations also states that:

*"The company must immediately publicly disclose: [...]"*

*3. Proposals and decisions by the Board of Directors, general meeting or other corporate body on [...] (d) increases or decreases in the company's share capital; (e) mandates to increase the company's share capital. [...]"*

Section 9.4 (3) of the Continuing Obligations reads:

*"In the event of any change in share capital, in the number of votes or in the number of shares issued, the company shall immediately make public that the change has been made and the amount of its new share capital and the total number of votes and shares issued."*

This rule relates to the registration of the share capital increase, while section 3.2 (1) no. 3 (d) relates to the time of the resolution of the share capital increase, which is normally some time in advance of the registration of the share capital increase.

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

---

<sup>95</sup> Reference to the version of the "Admission to Trading Rules for Merkur Market" of October 2015, applicable at the time the Company applied for admission to trading on Merkur Market.

#### 4.1 Introduction

On 4 January 2018, the Oslo Stock Exchange received a letter from a group of shareholders in the Company addressed to the Company's Board of Directors<sup>96</sup> where the shareholder group raised certain concerns regarding the Company's compliance with applicable rules and obligations as a company admitted to trading on Merkur Market. The letter addressed, amongst others, that the Company had not disclosed information about the Company's obligation to issue Common Shares as additional security (the "**Top-up Shares Mechanism**") to the lenders under certain of the Company's loan facilities and that information about share issuances having been made pursuant to this obligation had not been disclosed timely pursuant to the Continuing Obligations.

#### 4.2 The Trade Facility

The Company was admitted to trading on Merkur Market on 13 January 2016. Pursuant to the Admission Rules, the Company prepared and published an admission document (the "**Admission Document**") in accordance with Appendix A to the Admission Rules on 12 January 2016<sup>97</sup>.

Section 4.15.6 on page 53 of the Admission Document informed of a trade finance facility (the "Trade Facility" referred to under section 0 above) entered into with a Shanghai based lender on 2 September 2015. The Admission Document stated that the Trade Facility was at an amount up to USD 20 million to be used in tranches and revolving up to a period of three years. The Admission Document further stated that the Company agreed to issue and provide up to 1.6 million shares as security for the Trade Facility calculated at USD 12.5 per share that would be issued in tranches in accordance with the amount of each tranche that would be used under the facility. 1.6 million shares at a value of USD 12.5 a share equals the maximum drawdown amount of the Trade Facility of USD 20 million.

The Admission Document also informed that 1.235 million Common Shares had been issued as security under the Trade Facility at the time of the Admission Document, and that a total of 365,000 additional Common Shares could be issued to the lender. It was anticipated that the remaining shares would be deposited as collateral for the Trade Facility in January 2016.

The lender under the Trade Facility was pursuant to the Admission Document obliged to return all Common Shares issued as security to the Company upon completion of all transactions. The lender would receive an additional service fee from the Company calculated at 20% of the prevailing market value of the returned shares at the time of return. In the event of default by the Company, the lender could recall all facilities and had the right to sell all shares issued as security. The Company had a first right of refusal with an option to repurchase the Collateralized Shares at USD 17.5 per share.

Following the admission to trading on Merkur Market, the Company has issued the following additional Collateralized Shares as security for the Trade Facility:

Date of issuance	Number of additional Collateralized Shares	Total number of Collateralized Shares	Disclosed to the market
22 February 2016	365,000	1,600,000	Not disclosed
17 June 2016	533,333	2,133,333	Not disclosed
15 May 2017	1,267,340	3,400,673	15 May 2017 <sup>98</sup>
30 June 2017	425,393	3,826,066	Not disclosed
19 July 2017	1,690,699	5,516,765	25 July 2017 <sup>99</sup>

<sup>96</sup> Appendix 2: Letter from shareholders to Sino Agro Food, Inc. of 4 January 2018

<sup>97</sup> <https://newsweb.oslobors.no/message/392894>

<sup>98</sup> <https://newsweb.oslobors.no/message/427490>

<sup>99</sup> <https://newsweb.oslobors.no/message/431757>



30 September 2017	191,547	5,708,312	Not disclosed
-------------------	---------	-----------	---------------

#### 4.3 The Additional Loans

On 27 December 2016, the Company resolved to provide and issue Common Shares in the Company as security for debt of approximately USD 10 million (the “**Additional Loans**”) incurred by Tri-Way Industries Limited (“**Triway**”) pursuant to four promissory notes<sup>100</sup> (the “**Promissory Notes**”) with a third-party lender on the same date.

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

The Promissory Notes state that Triway had an obligation to initially provide a total of 1,270,180 Common Shares in the Company as collateral for the obligations under the promissory notes. The Promissory Notes furthermore state that Triway shall adjust the number of Collateralized Shares from time to time during the loan period based on 100% of the loan value (the Top-up Shares Mechanism).

In the written resolutions<sup>101</sup>, the Company’s Board of Directors resolved (i) the issuance of 1,270,000 shares as collateral for Triway’s obligations under the Promissory Notes, and (ii) the issuance of additional shares for adjustments to ensure that the value of the Collateralized Shares is 100% of the loan value. Based on the written resolutions, the provision of security in Common Shares issued by the Company was done at the request of Triway and any further background for taking on this obligation is not addressed. The Exchange understands that the Company does not receive any consideration from Triway for providing Common Shares as security.

The maturity date of the Additional Loans was 30 September 2019. Pursuant to the Promissory Notes, the Collateralized Shares shall not carry voting or dividend rights and shall be returned to the Company when the Additional Loans have been repaid.

The Company has issued the following Collateralized Shares as security for the Additional Loans:

Date of issuance	Number of additional Collateralized Shares	Total number of Collateralized Shares	Disclosed to the market
27 December 2016	753,304 (Loan 1) + 520,696 (Loan 2)	1,274,000	17 March 2017 <sup>102</sup>
30 June 2017	550,000 (Loan 1) + 342,735 (Loan 2)	2,166,735	Not disclosed
30 September 2017	250,000 (Loan 1) + 250,000 (Loan 2)	2,666,735	Not disclosed

#### 4.4 The characteristics of the Collateralized Shares

The Company has stated to the Exchange that the Collateralized Shares do not carry dividend and voting rights.

In terms of the Additional Loans, this is also stipulated in the Promissory Notes. The Admission Document does not include information about this in terms of the Trade Facility.

<sup>100</sup> Appendix 3: Promissory notes dated 27 December 2016

<sup>101</sup> Appendix 4: Written resolutions of the Company dated 27 December 2016

<sup>102</sup> <https://newsweb.oslobors.no/message/422847>

In a stock exchange notice of 6 April 2018<sup>103</sup>, the Company has also stated that the Collateralized Shares are not placed on any escrow account or otherwise subject to any lock-up agreement. Furthermore, it is stated that the Collateralized Shares are fungible with the other Common Shares of the Company. If the Collateralized Shares, for any reason, are sold by the lenders in the market, the restrictions on voting and dividend will according to the Company not apply to the new shareholder.

#### **4.5 Information from the Company to the Oslo Stock Exchange**

On 19 January 2018<sup>104</sup>, the Oslo Stock Exchange requested certain information from the Company, including information about the Company's ability to issue additional Common Shares as security, and whether the Company had disclosed such issuances of new Common Shares pursuant to section 9.4 (3) of the Continuing Obligations. Section 9.4 (3) of the Continuing Obligations states that in the event of any change in share capital, the company shall immediately make public that the changes have been made and the new amount of its new share capital and the total number of votes and shares issued. The background for the request was the letter<sup>105</sup> received by the shareholders of the Company of 4 January 2018.

The Oslo Stock Exchange also referred to information disclosed in the Company's Q2-report for 2017<sup>106</sup>, i.e. the 10-Q report issued pursuant to the U.S. Securities Act which was published on 14 August 2017. On page 17 (PDF page 71) of the PDF, a 3 year loan where 753,304 shares are issued as collateral as of 31 December 2015 was mentioned. The Exchange asked where this loan was described in the Admission Document.

The Company replied on 1 February 2018<sup>107</sup>, and stated that the Collateralized Shares issued under the Trade Facility were valued at a percentage of loan-to-value. This implied that the value assigned to the Collateralized Shares would fluctuate with the development in the share price. Although not clearly set out in the Admission Document, the Company referred to that it was stated on page 54 of the Admission Document that the value of the security shares had calculated at USD 12.5 per share, which covered the full loan amount of USD 20 million provided that the 1.6 million shares were issued. Should the market value of the Collateralized Shares drop, the Company would have the option to either (i) issue more Collateralized Shares to increase the overall value of the Collateralized Shares (in order to fully cover the maximum USD 20 million loan amount) or (ii) decrease the net trade facility amount.

It was the Company's view that it was common understanding in financing that the value assigned to Collateralized Shares used as security would fluctuate with the share price, and that this would impact the securitized value. The optionality for the Company to issue additional Collateralized Shares was thus a feature implied in the collateral instrument described in the Admission Document rather than a firm obligation on the Company to issue new shares. The additional Collateralized Shares were issued merely for the purpose of granting the security required under the Trade Facility and would pursuant to the terms of the Trade Facility be re-delivered to the Company once the loans were repaid.

The Company further stated that the Trade Facility was entered into on 2 September 2015 and that the Top-up Shares Mechanism was included in this agreement.

In terms of the question on whether the Company had disclosed issuance of Collateralized Shares in accordance with the Continuing Obligations, the Company acknowledged that the issuance of

---

<sup>103</sup> [Appendix 5](#): Stock exchange notice of 6 April 2018

<sup>104</sup> [Appendix 6](#): E-mail correspondence between the Oslo Stock Exchange and the Company between 19 January 2018 and 1 February 2018

<sup>105</sup> [Appendix 2](#)

<sup>106</sup> [Appendix 7](#): The Company's Q2-report for 2017 published 14 August 2017 (10-Q report)

<sup>107</sup> [Appendix 8](#): Reply from the Company to the Oslo Stock Exchange of 1 February 2018

additional Collateralized Shares had not been disclosed immediately on Newsweb. The Company stated that it had reported the subsequent issuances of Collateralized Shares in the Company's interim financial reporting and in OTC Market's weekly I&O share changes. The Company had not considered the Collateralized Shares to be part of the listed Common Shares, as they had been issued solely for the purpose of serving as security.

With regard to the question of the loan facility mentioned in the Q2-report for 2017, the Company stated that the loan facility was not described in the Admission Document as the loan was not entered into until 31 December 2016, i.e. subsequent to the publication of the Admission Document. According to the Company, the reference to 31 December 2015 was a made by error and should instead have been a reference to 31 December 2016. The Exchange has later identified this loan facility as one of the Additional Loans.

The Company furthermore provided an overview of the changes in Collateralized Shares<sup>108</sup> to the Exchange. The Company stated that the total issuances of Collateralized Shares was 5,708,312 shares.

On 5 February 2018, the Company published a stock exchange notice<sup>109</sup> which informed that it had issued an aggregate of 5,524,255 Common Shares as (i) additional Collateralized Shares for trade facilities, (ii) as payment for services to Chinese parties, (iii) as incentive shares for staff, workers and personnel remuneration. As a result, the Company had 31,209,153 issued and outstanding Common Shares. The stock exchange notice did not specify over which period the 5,524,255 Common Shares had been issued. The Exchange understands that the reason for the stock exchange notice was to correct the discrepancy between the number of issued and outstanding Common Shares and the lower number of Common Shares that had been disclosed on Merkur Market.

On 21 February 2018, the Oslo Stock Exchange sent a request<sup>110</sup> with follow-up questions to the Company regarding the Collateralized Shares, to which the Company replied on 5 March 2018<sup>111</sup>.

The Exchange first asked whether it was possible for the lender to sell any of the Collateralized Shares before a default had occurred. Furthermore, the Exchange asked the Company to describe any measures in place to prevent that the Collateralized Shares would end up in the market when they were issued. The Company stated that it was difficult to find lenders who were willing to accept the risk of having Collateralized Shares held in escrow by the Company and that the Collateralized Shares accordingly had been issued in the name of each lender. As a result, the lenders held formal and legal ownership to the Collateralized Shares. The Company stated that the lender could technically sell the Collateralized Shares into the market, yet the Company had, pursuant to the agreements with the lenders, a right to have corresponding shares returned within 3-5 business days at any time on any amount of the loan being repaid.

The Company further stated that Collateralized Shares issued in the lenders' names were flagged through the transfer agent to not receive dividend distribution. Furthermore, the Company stated that the Collateralized Shares did not hold voting rights pursuant to the agreements with the lenders. The main purpose of this restriction was to prevent the lender (holding the shares solely for collateral purposes) from voting on matters that in the affirmative or negative could sway the vote in favor of their personal interests. The Collateralized Shares were however fungible with the other Common Shares, and if sold by the lender in the market, the restriction on voting or dividend would not apply to such shares.

---

<sup>108</sup> [Appendix 9](#): Overview of Collateralized Shares provided by the Company

<sup>109</sup> <https://newsweb.oslobors.no/message/443431>

<sup>110</sup> [Appendix 10](#): E-mail correspondence between the Oslo Stock Exchange and the Company between 21 February 2018 and 5 March 2018

<sup>111</sup> [Appendix 11](#): Reply from the Company to the Oslo Stock Exchange of 5 March 2018

The Exchange had also stated in the request that it disagreed with the Company that the Collateralized Shares mechanism was described in the Admission Document. The Company replied that this mechanism was not included in the agreements at the time they were originally entered into, nor at the time the Admission Document was published. There was therefore, in the Company's view, no need for nor any requirement to describe the possibility to issue Collateralized Shares in the Admission Document. This was accordingly in contrast to the first explanation given by the Company on 1 February 2018, where it stated that the Trade Facility was entered into on 2 September 2015 and that the Top-up Shares Mechanism was included in this agreement, and also described in the Admission Document.

The Company further stated that the Top-up Shares Mechanism became relevant with respect to the Trade Facility from the second quarter of 2016 through the third quarter of 2017 when the market value of the Company's shares had fallen to a point where the Collateralized Shares no longer were sufficient to mitigate the risk of exposure for the lender. In order to accommodate the concerns of the lender, it was therefore during this period resolved by the Company to offer additional Collateralized Shares to secure the value of the debt owed under the Trade Facility.

The Company also informed that it had resolved to reduce the maximum credit line under the Trade Facility from USD 20 million to USD 15 million in December 2017, as an alternative measure to issuance of further Collateralized Shares, since it was the Company's view that the reduction of the credit line would serve better the interests of the Company and its shareholders.

Following the Company's response on 5 March 2018, the Oslo Stock Exchange was in contact with the Company and its legal advisor Arntzen de Besche, where the Exchange encouraged the Company to publish a stock exchange notice with complete information about the loan agreements, Collateralized Shares and the Top-up Shares Mechanism.

The Company published a stock exchange notice on the matter on 6 April 2018<sup>112</sup>. The stock exchange notice referred to the Trade Facility which was entered into on 2 September 2015. In addition, the stock exchange notice referred to the Additional Loans which were entered into on 27 December 2016, with a total loan amount of USD 10.4 million. The total number of Common Shares issued as collateral for the Additional Loans were informed to be 1,274,000 Common Shares at an implied value of USD 8 per share and disclosed in the 10-K for 2016. The total number of Collateralized Shares was informed to be 8,375,047 shares, as opposed to approximately 5.5 million Collateralized Shares as previously reported in the stock exchange notice of 5 February 2018.

On 13 April 2018, the Oslo Stock Exchange sent an e-mail to the Company with certain follow-up questions in terms of the information about Collateralized Shares in the Company's Q2-report of 2017. The Company replied on 18 April 2018<sup>113</sup>.

On 24 April 2018, the Oslo Stock Exchange sent an e-mail to the Company<sup>114</sup> where it asked about the Company's statement that the Additional Loans were entered into on 27 December 2016, compared to the Company's Q1-report for 2016 (10Q-filing) which stated that 753,304 shares were issued as collateral to secure debts during the year ended 2015<sup>115</sup>. As far as the Oslo Stock Exchange had identified, this had been repeated in all subsequent interim reports from the Company until Q2-2017. The Exchange asked for an explanation of the discrepancy in terms of the timing of the issuances of

---

<sup>112</sup> <https://newsweb.oslobors.no/message/448264>

<sup>113</sup> [Appendix 12](#): E-mail correspondence between the Oslo Stock Exchange and the Company between 18 April 2018 and 7 May 2018

<sup>114</sup> [Appendix 12](#)

<sup>115</sup> <https://newsweb.oslobors.no/message/402064> (page F-33, PDF page 39)

the 753,304 shares, (i) in the stock exchange notice on 6 April 2018, (ii) in the overview provided to the Exchange in previous e-mails, and (iii) the Q1-report for 2016 and all subsequent interim reports until Q2-report for 2017 stating that the shares were issued during the year ended 2015. The Exchange also asked for copies of the loan agreements, board minutes or other documentation that would document when the loans and the relevant Top-up Shares Mechanisms were actually established.

The Company replied on 7 May 2018 and stated that the collateralized shares referred to in the Q1-report for 2016 were issued on 2 February 2015 (173,304 shares), 10 March 2015 (290,000 shares) and 19 March 2015 (290,000 shares) respectively. Combined together this constituted 753,304 Collateralized Shares. Furthermore, the Company informed that the issuance of these shares were disclosed in the Admission Document on page 70, in the first three columns of the table referencing share issuances in 2015.

The debts relating to these loans and the shares issued as collateral were according to the Company also described in the Company's Q3-report for 2015 on p. F-36 as incorporated by reference in the Admission Document on p. 88. The loans related to these Collateralized Shares were informed to be settled against the 753,304 shares collectively on 16 August 2016, in effect cancelling the debt obligation related to the Collateralized Shares at such time. The Company stated that the reference to the typo in the Company's previous correspondence was due to a misunderstanding as a similar amount of shares, amounting to exactly 749,484 shares were issued as collateral for Loan 1 issued on 27 December 2016. The Company also attached the written resolutions of the Company<sup>116</sup> and the Promissory Notes<sup>117</sup> for the Additional Loans. The Company did not provide any documentation pertaining to the Trade Facility.

On 26 July 2018, the Oslo Stock Exchange sent an advance notice of resolution to impose a violation charge on the Company due to breaches of the Continuing Obligations. The deadline for the Company to reply with comments was set to 13 August 2018.

On 12 August 2018, the Company sent their comments to the advance notice<sup>118</sup> to the Exchange.

## **4.6 Share issuances and information from the Company to the market**

### *4.6.1 Introduction*

Below is a time line for the period from the Company was admitted to trading on Merkur Market on 13 January 2016 and up to the publication of the stock exchange notice of 6 April 2018<sup>119</sup>. The time line mainly shows the number of issuances of Collateralized Shares and the Company's reporting and information about the Trade Facility, the Additional Loans and the Collateralized Shares. The time line also shows the discrepancies between the issuances of Collateralized Shares<sup>120</sup> and the reported issuances of Collateralized Shares in the Company's financial reporting.

### *4.6.2 The year 2016*

**Admission to trading on Merkur Market:** On 13 January 2016, the Company was admitted to trading on Merkur Market. The Admission Document informed that 1.235 million Common Shares were issued as collateral under the Trade Facility and that a total of 365,000 additional Collateralized Shares could be issued to the lender.

---

<sup>116</sup> [Appendix 4](#)

<sup>117</sup> [Appendix 3](#)

<sup>118</sup> [Appendix 14](#): The Company's comments to the advance notice dated 12 August 2018

<sup>119</sup> [Appendix 5](#)

<sup>120</sup> [Appendix 9](#)

**Issuance of Collateralized Shares February 2016:** On 22 February 2016, the Company issued 365,000 additional Collateralized Shares as security for the Trade Facility. The Company did not publish a stock exchange release on the matter.

**Q1-report for 2016:** On 17 May 2016<sup>121</sup>, the Company released its Q1-report for 2016<sup>122</sup>. On page 16 of the summarized Q1-report and page 21 (PDF page 61) of the 10-Q report, the Company states that a total of 1,235,000 Common Shares have been issued from 22 September 2015 to 30 April 2016, to secure the Trade Facility. The correct number of Collateralized Shares was 1,600,000, taken into account the share issuance on 22 February 2016. The Company also stated that the Trade Facility was fully secured with all arrangements completed without further issuance of Common Shares.

On page F-28 (PDF page 34) of the 10-Q report, it is stated that the Company has issued 753,304 Common Shares as collateral to secure a loan from a third party of USD 4,797,332. This number equals the figure stated in the Company's overview of Collateralized Shares issued on 27 December 2016 for Loan 1. However, the Company has as accounted for under section 0 above, informed that these 753,304 Common Shares were security for another loan that was settled on 16 August 2016.

**Issuance of Collateralized Shares June 2016:** On 17 June 2016, the Company issued 533,333 Collateralized Shares as security for the Trade Facility. The Company did not publish a stock exchange release on the matter.

**Q2-report for 2016:** On 10 August 2016, the Company published its Q2-report for 2016<sup>123</sup>. The report did not contain information about the additional issuances of Collateralized Shares of 22 February 2016 and 17 June 2016, respectively.

**Q3-report for 2016:** On 16 November 2016, the Company published its Q3-report for 2016<sup>124</sup>. On page F-34 (PDF page 42) of the 10-Q report, it is stated that the Company has issued 1,191,537 Common Shares as collateral to secure a loan from a third party of USD 8,255,370. The correct number of Collateralized Shares for the Trade Facility as of 30 September 2017 was 2,133,333 shares.

**Increase of authorized share capital:** In December 2016, the Board of Directors and a majority of the voting power of stockholders in the Company resolved to issue its authorized share capital from 22,727,273 Common Shares to 27,000,000 Common Shares. The Company did not publish a stock exchange release on the matter.

**Entering into the Additional Loans and issuance of Collateralized Shares:** On 27 December 2016, the Company entered into the Promissory Notes<sup>125</sup> for the Additional Loans and issued 1,270,000 Collateralized Shares as security for these loans. The Company did not publish a stock exchange release on the matter.

#### 4.6.3 The year 2017

**Annual report for 2016:** On 16 March 2017, the Company published its annual report for 2016<sup>126</sup>. On page F-44 (PDF page 157) of the 10-K report, it is stated that the Company during the year ended 31 December 2016 issued 2,461,247 Common Shares as collateral for debts loan of USD 4,797,332. The

---

<sup>121</sup> <https://newsweb.oslobors.no/message/402064>

<sup>122</sup> <https://newsweb.oslobors.no/message/402058>

<sup>123</sup> <https://newsweb.oslobors.no/message/406954>

<sup>124</sup> <https://newsweb.oslobors.no/message/413750>

<sup>125</sup> Appendix 3

<sup>126</sup> <https://newsweb.oslobors.no/message/422845>

correct number of Collateralized Shares issued during the year ended 31 December 2016 was 2,168,333.

On page F-44 (PDF page 157), the Company also stated that the authorized share capital had been increased from 22,727,273 Common Shares to 27,000,000 Common Shares. This had been resolved by the Board of Directors and a majority of the voting power of stockholders and been filed on 28 December 2016.

**Stock exchange notice March 2017:** On 17 March 2017<sup>127</sup>, the Company published a stock exchange release stating that the Company had issued 1,270,000 Common Shares as security for capital raised. The Exchange understands that this refers to the 1,270,000 Common Shares issued as collateral for the Additional Loans on 27 December 2016.

**Issuance of Collateralized Shares May 2017:** On 15 May 2017, the Company issued 1,267,340 additional Collateralized Shares as security for the Trade Facility. Information about the issuance was included in the Q1-report for 2017 which was published the same day.

**Q1-report for 2017:** On 15 May 2017<sup>128</sup>, the Company published its Q1-report for 2017. On page 5 of the summarized report, the Company had a section with the heading "Share Count", where it, among other things, stated that the total number of issued Common Shares was 22,726,859. The Company further stated that this figure included shares issued as collateral for credit loan facilities and other debt and that at any given time, there were a variable number of such shares within the total issued and outstanding number of Common Shares. Furthermore, the Company compared the Collateralized Shares to lien on property in the sense that neither diluted equity. The Company also stated that they should be positioned to repurchase both Collateralized Shares from its lenders as well from the market to help improve the overall share value in the near future.

On page 17 (PDF page 66) of the 10-Q report, under item 7, the Company stated that the total number of Common Shares was 23,994,199 as of 15 May 2017, and that this reflected an increase of 1,267,340 shares compared to 22,726,859 Common Shares as of 31 December 2016. The Company explained that these additional shares were utilized to secure/underwrite a loan on behalf of Triway from a third-party lender.

The figure 1,267,340 shares mentioned in the Q1-report as Collateralized Shares for a loan on behalf of Triway, is the same number of Common Shares listed in the Company's overview of Collateralized Shares as security for the Trade Facility, which the Exchange understands is not a financial obligation upon the Company, and not Triway. The Additional Loans, which the Exchange understands are financial obligations upon Triway, with security in Common Shares issued by the Company, was at this time secured with 1,270,000 Common Shares, but this was not reflected in the Q1-report.

**Stock exchange notice May 2017:** On 18 May 2017, the Company published a stock exchange release stating that the Company had issued 1,267,340 Common Shares as security for capital raised. The Exchange understands that this refers to the 1,267,340 Common Shares issued on 15 May 2017 as collateral for the Trade Facility.

**Issuance of Collateralized Shares June 2017:** On 30 June 2017, the Company issued 425,393 Collateralized Shares as security for the Trade Facility and 892,735 Collateralized Shares for the Additional Loans. The Company did not publish a stock exchange release on the matter.

---

<sup>127</sup> <https://newsweb.oslobors.no/message/422847>

<sup>128</sup> <https://newsweb.oslobors.no/message/427490>

**Issuance of Collateralized Shares July 2017:** On 19 July 2017, the Company issued 1,690,699 Collateralized Shares as security for the Trade Facility. The Company did not publish a stock exchange release on the matter.

**Increase of authorized share capital:** On 14 August 2017, the Board of Directors and a majority of the voting power of stockholders in the Company resolved to issue its authorized share capital from 27,000,000 Common Shares to 50,000,000 Common Shares. The Company did not publish a stock exchange release on the matter.

**Q2-report for 2017:** On 14 August 2017<sup>129</sup>, the Company published its Q2-report for 2017. On page F-38 (PDF page 46) of the 10-Q report<sup>130</sup>, it is stated that the Company as of 30 June 2017 had issued 1,344,098 Common Shares to secure debts loan of USD 7,692,222. The correct total number of Collateralized Shares as of this date was 5,992,801, 3,826,066 Collateralized Shares for the Trade Facility and 2,166,735 Collateralized Shares for the Additional Loans.

On page 17 (PDF page 71) of the 10-Q report, the Company has provided notes to the Collateralized Shares. The Company has stated to the Exchange that the reference to 31.12.2015 at the top of this page was a typo and should have read 31.12.2016.

The Company has advised to the Exchange that Trade Facility A and Trade Facility B as referred to in the 10-Q report, combined are the Trade Facility as the facilities have the same terms and conditions. The 10-Q report states that there were 1,462,880 Collateralized Shares issued for Trade Facility A and 670,453 Collateralized Shares for Trade Facility B. This is in total 2,133,333 Collateralized Shares, which pursuant to the Company's overview of Collateralized Shares<sup>131</sup> is correct as of 31 December 2016 (taking into account the typo).

The Company also advised that Loan 1 and Loan 2 were the Additional Loans, however, the Q2-report refers to 753,304 Collateralized Shares for Loan 1, a figure which the Company later has stated was Collateralized Shares for a loan which was settled in 2016, see section 0 above. The Exchange is therefore not certain as to which of these loans the reference to "Loan 1" in the Q2-report for 2017 refers to. The 10-Q report also stated that 590,794 Common Shares were issued as collateral for Loan 2 as of 31 December 2016, which differs slightly from the figure of 520,696 in the Company's overview of Collateralized Shares.

The 10-Q report also states that due to the decrease in the Company's share price the overall value of Collateralized Shares were required to be increased during Q2 2017 to cover the total loan balances outstanding. This resulted in a total of an additional 2,585,758 Collateralized Shares in order to maintain the outstanding balances on the notes or trading facilities until such time as their respective balances are paid-in-full.

**Issuance of Collateralized Shares September 2017:** On 30 September 2017, the Company issued 191,547 Collateralized Shares as security for the Trade Facility and 500,000 Collateralized Shares as security for the Additional Loans. The Company did not publish a stock exchange release on the matter.

**Q3-report for 2017:** On 14 November 2017, the Company published its Q3-report for 2017<sup>132</sup>. On page F-39 (PDF page 47) of the 10-Q report, it was stated that the Company issued 1,344,098 Common Shares as collateral to secure debts loan of USD 7,692,222 as of 30 September 2017. However,

---

<sup>129</sup> <https://newsweb.oslobors.no/message/432570>

<sup>130</sup> Appendix 7

<sup>131</sup> Appendix 9

<sup>132</sup> <https://newsweb.oslobors.no/message/438705>



pursuant to the Company's overview of Collateralized Shares, a total of 8,375,047 Common Shares had been issued as collateral as of this date, 5,708,312 Collateralized Shares for the Trade Facility and 2,666,735 Collateralized Shares for the Additional Loans.

On page F-44 (PDF page 52) of the 10-Q report, it was stated that the Company during the nine months ended 30 September 2017 had issued 4,074,979 Common Shares as additional collateral to secure loan and trade facility. Pursuant to the Company's overview of Collateralized Shares, a total of 4,967,714 Common Shares had been issued as collateral during this period, 3,574,979 Collateralized Shares for the Trade Facility and 1,392,735 Collateralized Shares for the Additional Loans.

On page 13 (PDF page 67) of the 10-Q report, it was stated that the increase in total issued and outstanding shares was primarily due to the decrease in the market price for the Common Shares, thus requiring the Company to increase its securitized collateral for loans and facilities.

On page F-44 (PDF page 55), the Company also stated that the authorized share capital had been increased from 27,000,000 Common Shares to 50,000,000 Common Shares. This had been resolved by the Board of Directors and a majority of the voting power of stockholders and been filed on 14 August 2017 with effective date of 25 August 2017.

#### 4.6.4 The year 2018

**Stock exchange notice February 2018:** On 5 February 2018, the Company published the stock exchange notice where it stated that the Company had issued an aggregate of 5,524,255 Common Shares as (i) additional Collateralized Shares for trade facilities, (ii) as payment for services to Chinese parties, (iii) as incentive shares for staff, workers and personnel remuneration. As a result, the Company had 31,209,153 issued and outstanding Common Shares. The stock exchange notice did not specify over which period the 5,524,255 Common Shares had been issued or how many Common Shares had been issued for each of the categories stated. See section 0 above.

**Stock exchange notice April 2018:** On 6 April 2018, the Company published the stock exchange notice with information about the issuance of Collateralized Shares as security for the Trade Facility and the Additional Loans, see section 0 above. The stock exchange notice stated that the total number of Collateralized Shares having been issued was 8,375,047 shares.

## 5 The Company's account of the case

The Company is of the view that there is no legal basis to impose a violation fee for breach of the rules pertaining to disclosure of inside information.

The Company agrees and accepts that the obligation to publish information about issuances of new shares on Newsweb has not been addressed in a manner compliant with the Continuing Obligations. The Company states in its comments to the advance notice that this has already been noted, accepted and properly adhered to since 5 February 2018. In the Company's view, a violation fee would however for such breach constitutes an inappropriate and disproportionate reaction. The Company further argues that information about these share issuances have been in the public domain during the relevant period, and that the damage caused to shareholders (if any) is limited as the share issuances have no dilutive effect for shareholders interest.

In addition, the Company has provided specific comments to certain specific matters as set out below.

## **5.1 Share capital**

The Company argues that all share capital changes were continuously reported in the OTC Market's weekly I&O share changes and in the Company's annual and interim financial reporting pursuant to the disclosure practices applicable to the Company's listing on the OTCQ-Premier. The Company has stated that it therefore has not sought or attempted to disguise the changes to share capital from the market.

## **5.2 Additional Collateralized shares**

The Company disagrees with the Exchange that the issuances of additional Collateralized Shares to secure existing debt is a form of mechanism that represents an obligation for the Company which should be considered an establishment that constitutes inside information. The Company argues that the issuance of Collateralized Shares is an option for the Company rather than an obligation in a situation where the value of the Collateralized Shares is continuously decreasing. The Company claims that their decision to utilize this optionality rather than reducing the credit line does not constitute any form of "program" or "mechanism" which should be disclosed to the market.

Regarding future issuances of Collateralized Shares, the Company considers that it is not under any obligation to publish information about the opportunity for such share issuances, which have not occurred yet, as there is no obligation on the Company to issue such shares in the first place.

The Company is of the opinion that the stock exchange notices of 5 February 2018<sup>133</sup> and 6 April 2018 were released due to initiatives from the Exchange towards the Company, rather than because the Company considered the announcements as inside information and relevant for the market. According to the Company, these announcements should hence not be interpreted as any form of disclosure of inside information that has been made public before.

## **5.3 The dilutive effect of the Collateralized Shares**

The Company states that the Collateralized Shares do not carry voting right, do not entitle the holder to dividend and are subject to a contractual lock-up whereby the holder of the security interest is only entitled to sell these shares in the market upon an event of default. Hence, the Company is of the opinion that the Collateralized Shares have a non-dilutive effect. Furthermore, the Collateralized Shares have been issued in the Company's share register in the US and has to the Company's knowledge not floated to VPS. In the Company's view, the damage caused towards the shareholders and the market is limited if any at all.

## **5.4 Conflicting information to the Exchange**

The Company also disagrees that it has provided conflicting and insufficient information about the Collateralized Shares to the Exchange. The Company points out that the matter raises complex issues, where several rounds of clarifications have been needed in order to get the facts sorted.

The Exchange has asked the Company about the background for presenting so limited information about the possible Collateralized Share issuances in case of declining share price in the Admission Document. The Company argues that their responses should not be considered conflicting. On 1 February 2018, the Company stated that it is common understanding in finance that the value assigned to collateralized shares will fluctuate which in turn will impact the "securitized" value. As such, the optionality to issue additional Collateralized Shares is implied in any such structure, if and to the extent a decrease in value should impact the value of the Collateralized Shares. This also applies to the Company's loan structures.

---

<sup>133</sup> <https://newsweb.oslobors.no/message/443431>

The Company furthermore argues there was no explicit description of this optionality included in the loan agreements, and hence not disclosed in the Admission Document. In addition, the optionality to issue Collateralized Shares only became relevant after the admission to trading on Merkur Market, when the share price started to decline. The Company fails to see that by firstly stating an optionality for the Company, and in subsequent correspondence stating that the optionality is not a part the loan agreements, can be seen as providing conflicting information to the Oslo Stock Exchange.

The Company also claims that it has provided correct information about the number of Collateralized Shares issued to the Exchange's requests, as the number specified to Exchange was related to a specific facility and not the total number of Collateralized Shares issued. The Company also states that the total number of Collateralized Shares issued was made available to Exchange in an appendix to the Company's response.

## **5.5 Transparency in current disclosures of changes in share capital**

In terms of the Exchange pointing out the lack of transparency in the Company's current disclosures of changes in share capital, the Company is of the opinion that it is not obliged to publish any further information than what follows from section 9.4 (3) of the Continuing Obligations. The Company is therefore of the view that it is not obliged to provide a thorough description of the background, purpose and rationale for the share issuances.

While the Company may agree that a larger degree of transparency may be beneficial to the market participants, and that the Company in the future therefore may seek to provide more details, the Company considers this a matter of corporate governance rather than a regulatory issue. The Company is accordingly of the opinion that this should not be emphasized by the Oslo Stock Exchange in a case involving a potential violation fee for breach of the Merkur Market rules. In particular, the Company finds it disappointing and concerning that the Oslo Stock Exchange refers to the Company's legal share issuances and disclosures as so called "black box issuances".

The Company also refers to section 8.3.2 of the Admission Document which in the opinion of the Company serves as sufficient background to determine that the Company's current practice of issuing new shares as settlement for other payables is in line with past practice.

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

### **6.1 Introduction**

The questions in this matter are (i) whether the Company has provided sufficient information to the market about the Company's obligation to issue new Common Shares as security to the lenders under certain of the Company's loan facilities, (ii) whether the Company has timely disclosed information about the share issuances having been made pursuant to this obligation, and (iii) whether the Company has timely disclosed the increases of its authorized share capital.

### **6.2 Factual circumstances**

#### **6.2.1 *Conflicting information to the Exchange about the time of the establishment of the Top-up Shares Mechanism under the Trade Facility***

In terms of the Trade Facility, the Company first stated to the Exchange that this loan agreement was entered into on 2 September 2015 and that the Top-up Shares Mechanism was included in this agreement. The Company further argued that the Top-up Shares Mechanism was described in the Admission Document, see section 0 above.

As further accounted for above, the Company changed its explanation on this matter in the next reply to the Oslo Stock Exchange, and stated that the Top-up Shares Mechanism was not included in the relevant trade facility agreements at the time they were originally entered into, nor at the time the Admission Document was published.

In the Company's comments to the advance notice, the Company argues that it has not given conflicting information to the Exchange about the above. The Exchange finds it hard to follow the Company's argumentation on this matter.

When first stating in the letter of 1 February 2018 that the Top-up Shares Mechanism was included in the loan agreement for the Trade Facility when this was entered into on 2 September 2015 and described in the Admission Document, for then to state later in the letter of 5 March 2018 that no such mechanism was in place at the time of the Admission Document and accordingly not described in the Admission Document, this is considered conflicting information by the Exchange. In this regard, the Exchange refers to the following statements by the Company:

Letter of 1 February 2018, page 2:

*"[Oslo Børs:] Has the top up share mechanism been a part of the underlying loan agreements since the loans were established or have this mechanism been established as additional security at a later point in time?"*

*[Company:] The trade facility in question was agreed upon on September 2 of 2015 and the collateralization mechanism was included in this agreement. In this regard, we emphasise for the sake of good order that the collateralization mechanism was described in the Admission Document, as further detailed above."*

Letter of 5 March 2018, page 2 and 3:

*"[Oslo Børs:] Please provide any further comments that might be considered relevant regarding the Company's opportunity to issue top up shares and the corresponding description in the admission document.*

*[Company:] The Company wishes to clarify that although such top-up optionality is customary for this type of collateral security, no provision on any top-up obligation was included in the relevant trade facility agreements at the time they were originally entered into, nor at the time when the admission document was approved and published. There was accordingly, in the Company's view, no need for nor any requirement to describe such possibility to issue top-up shares in the admission document."*

The Oslo Stock Exchange has not received any documentation of the loan agreement(s) under the Trade Facility nor any documentation as to when the Top-up Shares Mechanism was established under the said facility, although this has been requested by the Exchange. The Company has stated that the Top-up Shares Mechanism became relevant from the second quarter of 2016 through the third quarter of 2016. In order to accommodate the concerns of the lender, it was therefore during this period resolved to offer additional Collateralized Shares to secure the value of debt under the Trade Facility. See section 0 above for further information.

The Oslo Stock Exchange finds that the Top-up Shares Mechanism under the Trade Facility was established no later than 17 June 2016, when the Company pursuant to its own overview of Collateralized Shares first issued 533,333 new Common Shares as additional collateral for the Trade Facility.

### 6.2.2 *Conflicting information to the Exchange about the total number of Collateralized Shares*

The Exchange is also of the opinion that the Company has given conflicting information about the total number of Collateralized Shares in its correspondence with the Exchange.

The Company also first stated to the Exchange in its letter of 1 February 2018 that the total number of Collateralized Shares was 5,708,312 Common Shares, while it in the stock exchange notice of 6 April 2018 stated that this number was actually 8,375,047 Common Shares.

The Company argues that it has provided correct information about the number of Collateralized Shares issued to the Exchange's requests, as the number specified to Exchange was related to a specific facility and not the total number of Collateralized Shares issued. The Company also states that the total number of Collateralized Shares issued was made available to Exchange in an appendix to the Company's response.

The Exchange would like to highlight that when the information was requested by the Exchange on 19 January 2018, the Exchange was in the initial stage of investigating the matter and did not have a complete picture of all the loan facilities where the Company had an obligation to issue Collateralized Shares. The Exchange would in this regard like to emphasize that the Company pursuant to section 2.5 (4) of the Continuing Obligations is obliged to provide "*all the information that in Oslo Børs ASA's view is necessary for the exchange to ensure trading in and admission to trading are in accordance with these rules, the trading rules and general rules pursuant to securities legislation and regulations issued pursuant to legislation.*" The appendix referred to by the Company (page 2 of appendix 1 to the Company's letter of 1 February 2018<sup>134</sup>) is not intuitive for the reader. When the Company on page 2 in the letter states "As such, the total issuance of shares issued as collateral is 5,708,312 shares", this was understood by the Exchange to be the total number of Collateralized Shares. The Company, being the party with the overview of the situation, should have stipulated clearly in the letter that an additional 2,666,735 Collateralized Shares had been issued as security for the other loans, regardless of whether this followed from an appendix.

The Exchange furthermore refers to the Company's stock exchange notice of 5 February 2018, five days after the letter was sent to the Exchange. The stock exchange notice informed that the Company had issued an aggregate of 5,524,255 Common Shares as (i) additional collateralized shares for trade facilities, (ii) as payment for services to Chinese parties, (iii) as incentive shares for staff, workers and personnel remuneration. The stock exchange notice did not refer to which time period the share issuances related to, and did not specify that the Company had issued an additional number of Collateralized Shares.

The Exchange also refers to the first draft of the stock exchange release later published by the Company on 6 April 2018. This draft was sent by the Company to the Exchange on 3 April 2018<sup>135</sup> and did not include information about the Additional Loans and the Collateralized Shares issued as security for this facility. The total number of Collateralized Shares was in this draft stated to be 5,708,312.

Information about the Additional Loans and the correct total number of Collateralized Shares was then included in the next draft of the stock exchange notice which was received by the Exchange on 5 April 2018<sup>136</sup>. In this updated draft, the total number of Collateralized Shares was there corrected to 8,375,047. This indicates in the opinion of the Exchange that the Company itself was not sufficiently aware nor had the complete overview of the total number of Collateralized Shares when the letter was

---

<sup>134</sup> [Appendix 7](#)

<sup>135</sup> [Appendix 15](#): E-mail of 3 April 2018 from the Company to the Oslo Stock Exchange with draft stock exchange release

<sup>136</sup> [Appendix 16](#): E-mail of 5 April 2018 from the Company to the Oslo Stock Exchange with updated draft stock exchange release

sent to the Exchange on 1 February 2018. The Company can accordingly not expect the Exchange to have a complete and detailed overview of the total issuance of Collateralized Shares through a detailed appendix when another total number of Collateralized Shares is stated in the letter.

### 6.2.3 *The Company's obligation to issue additional Collateralized Shares*

The Company argues that the issuance of additional Collateralized Shares is not a form of mechanism which (i) forms an obligation on the Company and (ii) is an establishment which constitutes inside information. The Company has stated that the issuance of additional Collateralized Shares is an option for the Company to utilize rather than reducing the credit line when the share price is declining.

The Oslo Stock Exchange cannot see how the circumstance of the Company being able to choose to reduce the credit line instead of issuing additional Collateralized Shares is of relevance when the Company did indeed choose to issue Collateralized Shares to accommodate the concerns of the lender and comply with its obligations under the Trade Facility. That the Company in a situation where the share price is declining has the option to either issue additional Collateralized Shares or reduce the credit line, does not change the fact that the chosen alternative is done as an obligation towards the lender.

This is supported by the following information included in the Company's Q2-report for 2017<sup>137</sup> (page 17/PDF page 71 of the 10-Q report) (the Exchange's underlining):

#### *"Top-up" of security shares during Q2 2017*

*Due to the decrease in share price (from an average of \$12 / share in Q3 2016 to \$4 / share in Q2 2017) the overall value of collateralized shares were required to be increased to cover the total loan balances outstanding."*

That the issuances of additional Collateralized Shares is an obligation upon the Company, is also stated in the Company's Q3-report for 2017<sup>138</sup> (the Exchange's underlining):

#### *"The issuance of shares for Q3 2017*

*Total issued and outstanding shares as at 30.09.2017 is at 27,811,573 shares reflecting an increase of 2,382,246 shares for the quarter from Q2 2017's total issued and outstanding count of 25,429,327 shares. The primarily reason is due to the decrease in the market price of our shares of common stock, from an average of \$12 per share in Q3 2015 to \$1.40 per share end of Q3 2017, which reduced the overall value of the security (collateral shares), thus requiring the Company to increase its securitized collateral for loans and facilities [...].*

The Exchange also notes that in the overview of issuance of Collateralized Shares provided by the Company to the Exchange<sup>139</sup>, it is also stated "Top Up required collateralized shares" (the Exchange's underlining).

The Oslo Stock Exchange accordingly maintain its view that the Company's issuances of additional Collateralized Shares for the Trade Facility is due to an obligation upon the Company. The Exchange can neither see that there is any reason for the Company issuing additional Common Shares without having an obligation to do so.

---

<sup>137</sup> <https://newsweb.oslobors.no/message/432570>

<sup>138</sup> <https://newsweb.oslobors.no/message/438705>

<sup>139</sup> [Appendix 9](#)

In terms of the Additional Loans, the Exchange refers to the Promissory Notes<sup>140</sup> for these loans, where the following wording is included in the first promissory note about the Common Shares provided as security:

*“Security: Initially 400,205 shares of Sino Agro Food Inc. (SIAF) for value US\$3,284,205 (equivalent to US\$8 / share) is to be provided by SIAF as security (Collateral shares) that is based on a percentage of loan value to security value that will be adjusted from time to time during the loan period”* (page 1)

*“At your request, we confirm to issue our shares as security initially for 400,205 shares (Collateral Shares) to secure loan amount of US\$3,284,205. Upon your request, we shall adjust the number of Collateral Shares from time to time during the loan period based on 100% of the Loan Value”* (page 2)

The other three promissory notes includes equivalent wording. The Exchange accordingly finds that the Company at the time of entering into the loan agreements for the Additional Loans, had an obligation to issue additional Collateralized Shares if the share price were to decline.

The Company has argued that it is common understanding in finance that the value assigned to Collateralized Shares will fluctuate with the share price and that this in turn will impact the “securitized” value. As such, the optionality to issue additional collateral shares is implied in any such structure if and to the extent a decrease in value should impact the value of the Collateralized Shares.

The Oslo Stock Exchange finds that this claim by the Company is in contrast to the information in the Admission Document about the use of the Company’s Common Shares as security for the obligations under the Trade Facility. The Exchange refers to the following information on page 54 of the Admission Document (the Exchange’s underlining):

*“The Company agrees to issue and provide up to 1.6 million shares as security calculated at USD 12.5 per share that will be issued in tranches in accordance with the amount of each tranche of facility that will be used.*

[...]

*As of the date of this Admission Document, 1,235,000 shares have been issued as security under the Loan Facility. Should the Borrowers choose to draw further amounts under the Loan Facility, a total of 365,000 additional shares may be issued to the Lender. It is anticipated that the remaining shares will be deposited as collateral for the Loan Facility in January 2016.”*

When the Admission Document clearly states that an additional 365,000 Collateralized Shares may be issued as security under the Trade Facility, i.e. a total of 1.6 million Collateralized Shares, this is in contrast to a common understanding that a decrease in the Company’s share price could imply additional issuances of Common Shares which entails that the Company is not obliged to disclose information about such additional issuances.

Furthermore, the Exchange is not familiar with this “common understanding in finance” that the Company refers to. In general, the Exchange’s impression is that any adjustment of security initially established for debt obligations, will be stipulated in the loan agreement and can vary from loan agreement to loan agreement. That a borrower has an obligation to increase the value of security based on a “common understanding in finance”, which is not stipulated in the loan agreement or specifically agreed between the lender and borrower at a later point in time, is not a common understanding in finance the Exchange has heard of before. The Exchange would also like to note that

---

<sup>140</sup> Appendix 3

the Promissory Notes for the Additional Loans that have been provided to the Exchange, specifically regulates the Company's obligation to issue additional Collateralized Shares.

Furthermore, in terms of the Company's argumentation that the issuance of additional Collateralized Shares does not constitute a "mechanism", the Exchange cannot see how the use of this term is relevant for considering whether the information about the Company's obligation to issue additional Collateralized Shares as security for existing debt constitutes inside information.

The Exchange has chosen to use the defined term "Top-up Shares Mechanism" throughout the handling of the case, and the Company has not raised any objections to this before its comments to the Exchange's advance notice of resolution. On the contrary, the Company has itself used this term in several of its correspondence with the Exchange. The Exchange would for the sake of order like to point out that the term "Top-up Shares Mechanism" is not essential for the Exchange in terms of information published in the market, what is relevant for the Exchange is that the issuances of Collateralized Shares is described correctly.

### **6.3 Legal assessments**

#### *6.3.1 Inside information about the Top-up Shares Mechanism for the Trade Facility*

The first question is then whether information about the Company's obligation to issue additional Collateralized Shares as security for the Trade Facility constituted inside information pursuant to section 3-2 of the Securities Trading Act (the "STA") which should have been disclosed immediately pursuant to section 3.1.1 of the Continuing Obligations.

As accounted for under section 0 above, the Oslo Stock Exchange finds that the Company became subject to an obligation to issue additional Collateralized Shares as security for the Trade Facility, no later than 17 June 2016, when the Company pursuant to its own overview of Collateralized Shares<sup>141</sup> first issued Common Shares as additional collateral for the Trade Facility which exceeded the communicated total frame of 1.6 million Collateralized Shares.

The Exchange finds that the fact that the Company became subject to an obligation to issue additional Common Shares as collateral under the Trade Facility as a result of a decline in the Company's share price, was a specific circumstance which constitutes information of a precise nature, cf. section 3-2 (2) of the STA.

The Oslo Stock Exchange also considers that the information about the Company's obligation to issue additional Collateralized Shares as security for the Trade Facility was of such kind that a reasonable investor would be likely to use as part of the basis for its investment decision, cf. section 3-2 (3) of the STA. This Top-up Shares Mechanism entails that the Company in principle is under an obligation to issue an unlimited number of new Common Shares, based on fluctuations in the Company's share price. The level of potential dilution of shareholding is essential when an investor is considering the value of the Company's shares.

This is further enhanced by the fact that the Company in the Admission Document had stated that the maximum number of Common Shares to be issued as collateral for the Trade Facility was 1.6 million Common Shares. In addition, as accounted for under section 0 above, the Company stated in its Q1-report for 2016 which was disclosed on 17 May 2016 that the Company had issued 1,235,000 Collateralized Shares and that the Trade Facility was fully secured with all arrangements completed without further issuance of shares.

---

<sup>141</sup> See [Appendix 9](#)



When this was at later changed such that the Company became subject to additional issuances of Collateralized Shares, the Exchange finds that this was information that a reasonable investor would use as part of its investment decision. On 17 June 2016, approximately one month after the Q1-report for 2016 was published, the Company issued an additional 533,333 Collateralized Shares, i.e. 33% more Collateralized Shares. This was done without disclosing any information about the share issuance or the Company's obligation to issue these additional Collateralized Shares as a result of the decline in the Company's share price.

The Company has argued that the Collateralized Shares have non-dilutive effect and are issued purely for collateral/security purposes. The Company argues that this is due to the Collateralized Shares not having dividend or voting rights. The Exchange understands that the Company is of the opinion that issuance of Collateralized Shares for this reason does not have an effect on the Company's share price.

In terms of being able to state that the Collateralized Shares have a non-dilutive effect, the Exchange considers that this may have been the case if it was possible to separate the Collateralized Shares from the other Common Shares, and that the market could know with certainty that the Collateralized Shares were not traded in the market, that the Company would repay the loans at maturity and that the Collateralized Shares would be returned to the Company at such time.

However, the market does not have a certainty that the Trade Facility will be repaid by the Company at maturity and that the Collateralized Shares at such time will be returned to the Company. On page 53 of the Admission Document<sup>142</sup>, it is stated that the Trade Facility is to be used in tranches and revolving up to a period of 3 years. This would imply that the Trade Facility matured on 2 September 2018 and that the market could expect the loan to be repaid and the Collateralized Shares being redelivered to the Company at such time. However, in the Company's Q2-report for 2017<sup>143</sup> published on 14 August 2017 it is stated on page 18 (PDF page 72) that the Trade Facility has a maturity date of 30 September 2019. The Exchange assumes that the Trade Facility has been extended to this date. This indicates in the opinion of the Exchange that the maturity of the Trade Facility could be subject to additional extensions. Furthermore, the Company has stated that it made a repayment of the Trade Facility of USD 5 million (from USD 20 million to USD 15 million)<sup>144</sup>. This has been done without any of the Collateralized Shares being returned to the Company, which in the opinion of the Exchange underlines the risk of the Collateralized Shares not being returned to the Company upon repayment of the Trade Facility.

In addition, the Company has admitted that the Collateralized Shares are not placed on an escrow account and that the lenders accordingly are able to trade the Collateralized Shares in the market. As stated in the Company's stock exchange release of 6 April 2018, the Collateralized Shares are fungible with the other Common Shares of the Company and if the Collateralized Shares, for any reason, are sold by the lenders in the market, the restriction on voting will not apply for the new owner. This accordingly entails a risk of the Collateralized Shares being traded in the market.

This implies that it is not possible for the market to know the status of the Collateralized Shares nor the exact number of Collateralized Shares in the market. The market is accordingly not in a position to calculate any non-dilutive effect, as the Collateralized Shares at any time can be sold in the market and the restrictions on voting and dividend thereby be released. Any buyers of the Collateralized Shares will therefore pay the market price for the Common Shares, as it will not be possible for the buyers to know that the shares have been subject to these restrictions, and the restrictions do regardless not apply to them. The Exchange accordingly considers that there is a risk of the Collateralized Shares being

---

<sup>142</sup> [Appendix 1](#)

<sup>143</sup> [Appendix 8](#)

<sup>144</sup> [Appendix 9](#)

traded in the market and that there is an uncertainty in terms of the repayment of the loan and redelivery of the Collateralized Shares to the Company which entails that information about the Company's obligation to issue Collateralized Shares is of such kind that a reasonable investor would be likely to use as part of the basis for its investment decision, cf. section 3-2 (3) of the STA.

The Exchange would also like to highlight that in the Company's Q2-report for 2018<sup>145</sup>, the Company has included all issued Common Shares, without deducting any Collateralized Shares, when presenting the weighted average number of shares in this period. This number forms the basis for the earnings per share (EPS), which is the portion of a company's profit allocated to each outstanding share of common stock. This supports the view that the Collateralized Shares have a dilutive effect when pricing the Common Shares of the Company.

### Key figures

(USD M, except per share data)	Q2 '18	Q2 '17	%	6M '18	6M '17	%
Revenue	34,0	47,7	-29%	67,7	118,3	-43%
Gross profit	5,4	6,5	-16%	11,5	20,9	-45%
Margin	16,0%	13,6%		17,0%	17,7%	
Net income	-0,5	1,5	-133%	8,4	12,4	-32%
Margin	-1,5%	3,2%		12,4%	10,4%	
Net income attributable to SIAF	0,9	0,4	135%	9,1	9,1	1%
Earnings per share (USD) - fully diluted	0,02	0,03	-33%	0,19	0,38	-50%
Book value per share (USD) - fully diluted	20,4	26,1	-22%	n.a.	n.a.	n.a.
Diluted weighted average number of shares (millions)	37,6	25,2	49%	25,6	25,6	0%

The Exchange considers that even if the Collateralized Shares are considered to have a non-dilutive effect by the Company, information about the Company's obligation to issue Collateralized Shares, including the terms and conditions and status for repayment of the Trade Facility and redelivery of the Collateralized Shares and the lenders' ability to trade the Collateralized Shares in the market, is information that a reasonable investor would use as part of its investment decision, cf. section 3-2 (3) of the STA. The market cannot calculate any non-dilutive effect of the Collateralized Shares when pricing the Common Shares trading in the market, if the Company does not disclose sufficient information about the factors relevant for whether the Collateralized Shares can be considered to have a non-dilutive effect. For example, that the Collateralized Shares is not placed on an escrow account or otherwise subject to any lock-up agreement was not disclosed to the market before the stock exchange notice of 6 April 2018<sup>146</sup> was published.

The Exchange accordingly concludes that information about the Company's obligation to issue additional Collateralized Shares as security for the Trade Facility constituted information of a precise nature which was likely to have an effect on the Company's share price no later than 17 June 2016, when the Company became subject to additional issuances of Collateralized Shares as a result of a decrease in the Company's share price.

The next question is whether the information about this obligation was publicly available at this time, cf. section 3-2 (1) of the STA.

The Company has argued that the additional issuances of Collateralized Shares have been subject to the ongoing disclosures made by the Company in its financial reporting and in the OTC Market's weekly changes, and accordingly in any event made public.

<sup>145</sup> <https://newsweb.oslobors.no/message/457137>

<sup>146</sup> Appendix 5

The Oslo Stock Exchange disagrees with the Company on this. In terms of the financial reporting, none of the disclosures of share issuances made by the Company has addressed the Company's obligation to issue additional Collateralized Shares as the share price is declining prior to the publication of the Q2-report for 2017, which was published on 14 August 2017<sup>147</sup>. On the contrary, the Company addressed in Admission Document a maximum limit of 1.6 million Collateralized Shares to be issued and the Q1-report for 2016 stated that the Trade Facility was fully secured with all arrangements completed without further issuance of Collateralized Shares. In addition, the disclosures of additional issuances of Collateralized Shares in the Company's financial reports have been subject to errors on several occasions, as accounted for under section 0 above.

In terms of the OTC Market's weekly changes, the Exchange would like to point out that this is not a report as such, but a website<sup>148</sup> where the total number of shares issued by the Company from time to time appears, based on reporting by the Company. The OTC Market's weekly changes does accordingly not provide any background or reason for any increase in the reported share capital, and has accordingly not disclosed any information about the Company's obligation to issue Collateralized Shares as security for the Trade Facility. It is not possible for the Exchange to see the historical entries on the website of increase in Common Shares.

In addition, the Oslo Stock Exchange is skeptical of the Company's claim that the issuances of shares have been correctly reported to this website, given the number of discrepancies and errors in the number of newly issued shares in the Company's financial reporting, cf. section 0 above. The Company has not provided any documentation of the OTC Market's weekly changes apart from appendix 2 to the Company's letter to the Exchange of 1 February 2018 and the Exchange is not in a position to verify the Company's claim of correctly reporting of number of shares on this website. The Exchange also notes from this appendix that the outstanding shares are divided into "Restricted" and "Unrestricted". Based on the number of Restricted/Unrestricted Shares, this does not relate to the Collateralized Shares and the Exchange accordingly understands that the Collateralized Shares are not classified as Restricted on OTC Markets.

The Oslo Stock Exchange considers that the information about the Company's obligation to issue additional Common Shares as security for the Trade Facility was not made publicly available before the publication of the Company's Q2-report for 2017<sup>149</sup> on 14 August 2017. On page 17 and 18 (PDF page 71 and 72) of the report,

In this report, the Company states the total number Collateralized Shares issued under each loan as of 31 December 2016 (taking into account the typo) and the number of additional Collateralized Shares issued during Q2 2016. For the first time, the Company also explains why there have been additional issuances of Collateralized Shares, this being a result of a decrease in the Company's share price requiring the Company to issue additional Common Shares as security. Reference is made to page 17 (PDF page 71) of the 10-Q-report.

The Exchange would however like to highlight that the disclosure is made in one of the notes to the financial statements and is included on page 71 of a financial report of 104 pages. The notes refers to four loans, but does not give any information as to when each loan was entered into, which makes it difficult for the reader to identify each loan and the number of Collateralized Shares issued under these compared to the information about the Trade Facility in the Admission Document. Taken into account the wrong reference to 31.12.2015, which according to the Company should have referred to 31.12.2016, this makes it even more difficult for the reader to understand the context and whether

---

<sup>147</sup> <https://newsweb.oslobors.no/message/432570>

<sup>148</sup> <https://www.otcmarkets.com/stock/SIAF/security>

<sup>149</sup> [Appendix 7](#)

the information is historical or still of relevance. The Exchange would also like to note that on another page in the report (page F-46, PDF page 46), the Company states that the total number of Collateralized Shares is 1,344,098 while the correct number is actually 5,992,801. When combining incorrect and incomplete information with correct information in a large report of approximately 100 pages, it is increasingly difficult for the market to absorb the correct information from the report.

The Exchange is accordingly of the opinion that this could indicate that information about the Company's obligation to issue additional Collateralized Shares as security for the Trade Facility was not made publicly available before the stock exchange notice of 6 April 2018 was published. This stock exchange notice gave a thorough description of the Trade Facility and the Company's issuance of additional Collateralized Shares as a result of a decline in the Company's share price and is placed in a context which makes it possible for the market to understand more of the complete picture of the various Collateralized Shares arrangements. The Exchange has however concluded that information about the Company's obligation to issue additional Collateralized Shares as security for the Trade Facility was made publicly available through the publication of the Q2-report on 14 August 2017.

The Company has argued that section 9.4 (3) of the Continuing Obligations does not include a requirement to disclose further information about share issuances that what is stipulated in the rule, and that the Company accordingly is not obliged to provide additional information about its share issuances other than what follows from this rule.

The Oslo Stock Exchange would like to address that this is a wrong interpretation of the rules. Section 9.4 of the Continuing Obligations applies regardless of whether the share issuances constitutes inside information. That this rule applies does not imply that further information about issuances of shares cannot constitute inside information pursuant to section 3-2 of the STA which the Company is obliged to disclose pursuant to section 3.1.1 of the Continuing Obligations. Whether information about the background for share issuances constitutes inside information must be determined on the basis of whether the conditions for disclosure of inside information are fulfilled, without consideration to section 9.4 of the Continuing Obligations.

That information about the conditions or background for share issuances can constitute inside information was the case in the Oslo Stock Exchange's resolution of 17 August 2016, which was supported by the Merkur Market Appeals Committee on 18 October 2016. In this case, Oxy Group PLC had withheld information about conversion rights agreed between Oxy Group PLC and two main shareholders, and the Oslo Stock Exchange concluded that the entering into the conversion agreements, including the terms for conversion, was inside information. The terms of the conversion rights in Oxy Group PLC entailed a potential increase of 230% of the company's ordinary shares at a discount of approximately 98%. The Exchange stated that without access to this information, it was impossible for market participants to calculate the market value of Oxy Group PLC correctly. This was regardless of the fact that Oxy Group PLC had disclosed information about the conversion and issuance of new shares at the time the conversion later was made. This was supported by the Merkur Market Appeals Committee which stated that information about the conversion agreements was of fundamental importance for the market being able to determine the market price of the company's shares.

The Oslo Stock Exchange accordingly finds that the information about the Company's obligation to issue additional Collateralized Shares as security for the Trade Facility constituted inside information no later than 17 June 2016, but was not publicly available until the publication of the Company's Q2-report for 2017 on 14 August 2017, which entails a delay of 1 year and 1 month.

### 6.3.2 *Inside information about the Top-up Shares Mechanism for the Additional Loans*

As accounted for under section 0 above, the Oslo Stock Exchange finds that the Company became subject to an obligation to issue Common Shares as security for for Triway's obligations and subject to additional issuances of Collateralized Shares if the share price were to decline, at the time the promissory notes for the Additional Loans were entered into and the Company resolved to provide Collateralized Shares as security for Triway's obligations on 27 December 2016.

The Exchange finds that the fact that the Company became subject to an obligation to issue Common Shares as security under another facility, was a specific circumstance which constitutes information of a precise nature, cf. section 3-2 (2) of the STA.

The Oslo Stock Exchange also finds that information about the obligation for the Company to issue Common Shares as security for Triway's obligations, including additional issuances of Collateralized Shares as security if the share price were to decline, was information that a reasonable investor would use as part of its investment decision, cf. section 3-2 (3) of the STA. This obligation entailed an even higher level of potential dilution for the Company's shareholders, especially taken into consideration the Company's obligation to issue additional Collateralized Shares under the Trade Facility. The Exchange would in this regard like to highlight that at the time the Company became subject to these obligations for the Additional Loans entered into by Triway, the Company had not disclosed information about the Company's obligation to issue additional Common Shares as security for the Trade Facility which was established no later than 17 June 2016. This was first disclosed on 14 August 2017. The market was accordingly not aware that the Company at this time was subject to an obligation to issue additional Collateralized Shares both for the Trade Facility and the Additional Loans at this time.

In terms of the Company's argument of the Collateralized Shares having no dilutive effect, the Exchange refers to the discussion of this item under section 0 above, which is of the same relevance for the Additional Loans. In addition, the ability of Triway to repay the Additional Loans is of significant relevance when considering any non-dilutive effect of the Collateralized Shares. Given that the borrower under the Additional Loans is Triway and not the Company, the Exchange questions the market's ability to properly consider the creditworthiness of Triway as a non-listed company where the Company only owns a 36.6% stake.

Furthermore, one of the Additional Loans is in the Company's Q2-report for 2017<sup>150</sup> stated to have a maturity date of 31 March 2018. On 13 April 2018, the Exchange sent a request to the Company asking of the status of this loan. The Company replied on 18 April 2018<sup>151</sup> and stated that the loan was extended with maturity date on 30 September 2019. Based on the information in the Q2-report, the market could accordingly have an expectation of the loan being repaid on 31 March 2018 and the Collateralized Shares for this loan being returned.

The Exchange would also like to highlight that the Additional Loans according to the Company's stock exchange notice of 6 April 2018 has been partly repaid without any Collateralized Shares having been returned to the Company. This supports the Exchange's view that there is a risk of the Collateralized Shares not being returned to the Company, which underlines that information about the Company's obligation to issue Collateralized Shares as security for the Additional Loans is information that a reasonable investor would use as part of its investment decision, cf. section 3-2 (3) of the STA.

The Exchange accordingly concludes that information about the Company's obligation to issue Collateralized Shares for the Additional Loans constituted information of a precise nature which was

---

<sup>150</sup> [Appendix 7](#)

<sup>151</sup> [Appendix 12](#)

likely to have an effect on the Company's share price no later than 27 December 2016, when the promissory notes for the Additional Loans were entered into and the Company resolved to provide Collateralized Shares as security for these loans.

The next question is whether the information about the Company's obligation to issue Collateralized Shares for the Additional Loans was publicly available at this time, cf. section 3-2 (1) of the STA.

The Company has argued that information about the new shares was disclosed on the OTC Market's weekly I&O shortly after the issuance. The Exchange refers to the discussion under section 0 above, as the OTC Market's weekly I&O is not a report, but an overview of issued shares as reported by the Company. The OTC Market's weekly I&O report does accordingly not contain any information about the new Additional Loans and the Company's additional obligation to issue Collateralized Shares as security for these obligations.

The Company has furthermore argued that the information about the Additional Loans was made available on page F-44 of the annual report for 2016<sup>152</sup> which was published on 16 March 2017. The Exchange cannot see where this page makes any mention of the Company taking upon an obligation to issue Collateralized Shares pursuant to new debt obligations. In the fourth paragraph, it is stated that the Company during the year ended 2016 issued 2,461,247 shares as collateral to secure debts loan. The paragraph does not state anything about the Company taking upon any new obligations to issue Collateralized Shares or describing the Company's obligation to issue Collateralized Shares due to a decline in the share price.

The Exchange further notes that it is stated that the 2,461,247 shares issued as collateral is to secure debts loan of USD 4,797,332, which according to the Company's overview of issuances of Collateralized Shares is the net loan amount for Loan 1. This could indicate that the paragraph referred to the number of Collateralized Shares issued for Loan 1. However, based on the overview, the Company only issued 753,304 Collateralized Shares as security for Loan 1 in 2016. While the market regardless did not have access to the overview of Collateralized Shares as presented to the Exchange, this is yet another example of the Company's fragmented and incorrect reporting on the issuance of Collateralized Shares in its financial reports.

The Oslo Stock Exchange would in this regard like to emphasize that it is the Company that has the obligation to publish inside information at its own initiative and without delay, and that the Company cannot fulfill this obligation by disclosing parts of the inside information. While parts of the information about issuance of additional Collateralized Shares was included in certain of the Company's financial reports, this information was fragmented and on several occasions incorrect. The Company can accordingly not publish certain information about certain of the share issuances and argue that the market should have understood the reason behind it and that the Company had taken upon more obligations in terms of issuances of Collateralized Shares.

The Exchange would also like to point out that the Company on several occasions has given incorrect information to the market, as accounted for under section 0 above. The Exchange has also had to follow-up with the Company on discrepancies in information given to the market and information provided by the Company to the Exchange, as accounted for under section 0 above. The Company has stated that the matter raises complex issues, where several rounds of clarifications between the Exchange and the Company has been needed in order to get the facts sorted. The Exchange can agree with this, however, this indicates in the opinion of the Exchange that the Company does itself not have the necessary overview of the various facts and share issuances, and can accordingly not be in a position to expect the market to have it based on fragmented reporting of share issuances.

---

<sup>152</sup> <https://newsweb.oslobors.no/message/422845>

The Exchange finds that information about the Additional Loans and the Company's obligations to issue Collateralized Shares under these loans was not made publicly available before the publication of the Q2-report for 2017 on 14 August 2017.

The Oslo Stock Exchange's conclusion is that the information about the Company's obligations to issue Collateralized Shares under the Additional Loans constituted inside information no later than 27 December 2016, but was not publicly available until the publication of the Company's Q2-report for 2017 on 17 August 2017, which entails a delay of 7 ½ months.

### *6.3.3 Changes in authorized number of Common Shares*

As accounted for above, the Company was listed on Merkur Market in January 2016 with an authorized share capital of 22,727,273 Common Shares.

On 16 March 2017, the Company published its annual report for 2016 where it was disclosed that the authorized share capital had been increased to 27,000,000 Common Shares on 28 December 2016. The change in authorized share capital was accordingly disclosed approximately two and a half month following the increase.

On 14 November 2017, the Company published its Q3-report for 2017 where it was disclosed that the authorized share capital had been increased to 50,000,000 Common Shares on 14 August 2017, effective from 25 August 2017. The change in authorized share capital was accordingly disclosed three months following the increase. An overview of the increases in authorized share capital is set out in Table 2 in Appendix 13.

Pursuant to section 3.2 (1) no. 3 (e) of the Continuing Obligations, the company must immediately publicly disclose proposals and decisions by the Board of Directors, general meeting or other corporate body on mandates to increase the company's share capital. When the Company increased the authorized share capital, it increased the number of Common Shares the Company was able to issue under such authorization.

The background for the rules is to provide the shareholders with updated information about the mandates for increasing the share capital and potential dilution of their shareholding.

The two increases of the Company's authorized share capital were accordingly not published immediately, but with a significant delay of 2 ½ and 3 months, respectively, and constitutes two breaches of section 3.2 (1) no. 3 (e) of the Continuing Obligations.

### *6.3.4 Changes in issued number of Common Shares*

The Company has acknowledged that the issuances of new Common Shares from the date of admission to trading on Merkur Market in January 2016 and up to 5 February 2018, were not disclosed immediately in accordance with the requirements in the Continuing Obligations. Pursuant to section 5.1 (1) of the Continuing Obligations states that information that must be made public pursuant to the Continuing Obligations must be made public through NewsPoint.

The background for the requirement of immediate disclosures of share capital changes is for the market in terms of the pricing of the share, where the number of issued shares is essential for this purpose.

The Company has stated that changes in share capital has on Merkur Market been disclosed in the Company's financial reports, as set out in Table 3 of Appendix 13. In terms of issuances of Collateralized

Shares, the specific share issuances have, with two exceptions, not been disclosed as such, but only been reported as change in total share capital on a quarterly basis, see Table 1 of Appendix 13.

The Exchange accordingly concludes that the Company has not immediately disclosed issuances of new Common Shares pursuant to section 3.2 (1) no. 3 (d) or 9.4 (3) of the Continuing Obligations, on several occasions for a period of two years.

#### *6.3.5 Other remarks*

The Exchange furthermore considers that the Company's low level of transparency in terms of share issuances is of a high concern. The increases in authorized share capital, which gives the Company's board of directors the ability to issue new shares within this frame, have been resolved by the Board of Directors and a majority of the voting power of shareholders. This implies that neither the change in the authorized share capital nor the issuances of new shares within this authorized share capital, have been subject to approval by the shareholders' meeting. The Company has held two shareholder meetings since the Company was admitted to trading on Merkur Market, one on 20 December 2016 and one on 12 October 2018.

In the Company's comments to the advance notice, it is stated that the annual general meeting for 2016 (which should have been held in 2017) could not be held during 2017 as the 10-K of 2016 was under standard, triennial review by the SEC. The Company stated that under such circumstances the annual accounts cannot be approved until the review has been completed, which would imply that no annual general meeting can legally be held. The Company furthermore stated that the annual general meeting for 2016 and 2017 were intended to be held together on or about 12 October 2018, and that the shareholders would be summoned accordingly.

The Exchange would like to point out that while the Company has one large shareholder which in principle can determine the outcome of any matter subject to vote, a shareholders' meeting provides the minority shareholders with a platform where the Company is able to communicate the background and reason for proposals and also the shareholders to give their view and vote on the same. The Company has as mentioned only held two shareholder meetings since the admission to trading on Merkur Market and the increases in authorized share capital and issued share capital is resolved by the Board of Directors. This fact combined with the delayed publication of inside information relating to the Company's share capital, contributes to a situation where it is not possible for the Company's shareholders to have a predictability in terms of future share issuances.

According to the Company, the credit under the Trade Facility was reduced from USD 20 million to USD 15 million as an alternative to issue of additional Collateralized Shares. According to the Company, no Collateralized Shares have been issued since December 2017. The Company has however issued 18,146,487 new Common Shares during 2018, see Table 4 of Appendix 13. This entails an increase in the share capital of approximately 58% during 2018. The reason for the share issuances is either not stated or is explained to be "Settlement of other payables" without any further details. In its comments to the advance notice, the Company does not give an account for the reason behind these share issuances and states this is a matter of corporate governance rather than a regulatory issue. The Exchange understands that the Company is of the opinion that it is not required to provide any further information about the reason for these share issuances than what is stated in the stock exchange releases.

The Exchange would therefore like to point out that the Company not issuing Collateralized Shares has not solved the issue for the Company's shareholders in terms of predictability of future share issuances, as it appears to have been replaced with a new "black box" of continuing share issuances



without apparently any maximum limit. This apart from the authorized share capital, however, as this matter shows, the Company increases this from time to time without any shareholders meeting.

#### **6.4 Violation charge**

The Oslo Stock Exchange may impose a violation charge if a company materially breaches the Merkur Market rules, cf. section 12.3 (2) of the Continuing Obligations.

The Oslo Stock Exchange does continuously monitor the issuers' compliance with the applicable disclosure obligations on the Exchange's market places. The Oslo Stock Exchange considers this work to be of high importance for maintaining the integrity of the market places. A well-functioning market is characterized by all market participants having access to the same information from the issuers at the same time so that investment decisions can be made on the same basis. This contributes to a correct pricing of the relevant financial instruments. The quality of the marketplace is accordingly affected negatively when the issuers do not comply with the obligations that apply to the companies admitted to trading on Merkur Market.

The Company's failure to comply with its obligations to timely disclose inside information in terms of the Company's obligation to issue Collateralized Shares for the Trade Facility and the Additional Loans, as well as the obligation to timely disclose increases in authorized share capital and issued share capital in accordance with the Collateralized Shares, is considered serious by the Oslo Stock Exchange.

The Company has argued that information about the share issuances has been available to the market on a continuous basis pursuant to the disclosure practices applicable to the Company's listing on the OTCQ-Premier. As accounted for under section 0 above, the Exchange is skeptical of the Company's claim that the issuances of shares have been correctly reported to the website of OTC Market, given the number of discrepancies and errors in the number of newly issued shares in the Company's financial reporting, cf. section 0 above. The Exchange however places certain emphasis on the fact that information about the increase in the Company's share capital have been disclosed through financial reports as the market has received information that the Company's share capital has increased during period. Given the totality of the situation regarding the Company's obligation to issue Collateralized Shares with such level of potential dilution and the Company's continuing increases in authorized share capital and issued share capital having been disclosed with significant delay and errors, the Exchange disagrees with the Company that the damage caused towards the shareholders and the market is limited.

The Company has further argued that the Collateralized Shares have been issued in the Company's share register in the U.S. and to the knowledge of the Company not floated to the VPS, which in the opinion of the Company means that the damage caused towards the shareholders and market is limited. The Exchange would like to highlight that whether the Common Shares are traded in the U.S. or on Merkur Market is not of relevance when considering whether information about the issuances of Collateralized Shares shall be disclosed pursuant to the Continuing Obligations. As accounted for under section 0 above, all the Common Shares of the Company can in principle be traded on Merkur Market as it is possible to transfer shareholdings between the two market places. The Exchange would also like to address that the market's ability to price the Common Shares of the Company based on the number of total issued shares is irrelevant of where the new Common Shares are traded. The price of the Company's Common Shares on Merkur Market are based on the total number of issued Common Shares and not on the part being traded on Merkur Market from time to time.

The Company's inability to comply with the rules has entailed that the market has not been given sufficient or complete information about the Company's share capital and potential dilution as a result of the Company's obligations to issue Collateralized Shares when the share price is declining. As

accounted for under sections 0 and 0 above, the Company published inside information about the Company's obligation to issue additional Common Shares as security for its obligations under the Trade Facility with a delay of 1 year and 2 month and its obligation to issue Common Shares as security for Triway's obligations under the Additional Loans with a delay of 7 ½ months. These are significant delays and long periods where the market did not have information about these obligations. This in combination with untimely disclosures of the change in authorized share capital and issuance of new Common Shares, have contributed to a situation where it has been nearly impossible for the market to price the Company's Common Shares.

Another serious consequence of the Company's late disclosure of information is that the information about the changes in authorized share capital, the Company's obligations to issue Collateralized Shares and issuances of new Common Shares as security, is not given in stock exchange notices, but in financial reports of between 100-150 pages. This entails that the information is less accessible and more difficult to put together in the correct context in order to understand the totality of the situation. As accounted for in this case, the information about authorized share capital, the Company's various obligations to issue additional Collateralized Shares as security and continuing issuances of new Common Shares must be seen in conjunction for the market to have a complete picture of the potential dilution and grounds for pricing of the Common Shares. The Company's fragmented and untimely disclosures have contributed to the information being less accessible and more challenging, and at times impossible for the market to price the Company's Common Shares. In addition, when the Company has given incorrect and fragmented information about the share issuances in its financial reporting and also has had to correct information given to the Exchange, this indicates in the view of the Exchange that the Company does not have sufficient control over the complexed information itself, and can accordingly not expect the market to have it based on this reporting.

The Oslo Stock Exchange has resolved to impose a violation charge on the Company due to the breaches of the Continuing Obligations as accounted for under section 0 to 0 above. The Exchange has concluded on four breaches of the Continuing Obligations, which entails breach of (i) section 3.1.1 of the Continuing Obligations regarding publication of inside information about the Company's obligation to issue additional Collateralized Shares under the Trade Facility, (ii) section 3.1.1 of the Continuing Obligations regarding publication of inside information about the Company's obligation to issue Common Shares as security for the Additional Loans, (iii) section 3.2 (1) no. 3 (e) of the Continuing Obligations in terms of publication of changes in authorized share capital and (iv) section 3.2 (1) no. 3 (d) and 9.4 (3) of the Continuing Obligations regarding publication issuances of additional Collateralized Shares in the period from admission to trading on Merkur Market and up to 30 September 2017. The Exchange considers these breaches of the Continuing Obligations as material.

The Oslo Stock Exchange has only imposed a violation fee on a company with shares admitted to trading on Merkur Market once before, in the case regarding Oxy Group PLC as referred to above. In this case, Oxy Group PLC was imposed a violation fee in the maximum amount of NOK 1,000,000. The violation charge was imposed due to breaches of the Admission Rules and Continuing Obligations. While the Oxy Group PLC case handles a similar matter as this case, the Exchange notes that the dilutive effect in the case regarding Oxy Group PLC was higher and also comprised a breach of the equal treatment rule.

After an overall assessment, the Oslo Stock Exchange has resolved to impose a violation charge on the Company of NOK 700,000. The Oslo Stock Exchange has taken into consideration the nature and seriousness of the violations and the duration of the violations. The Company's inability to comply with several of the obligations applicable to companies with shares admitted to trading on Merkur Market has had serious consequences for its shareholders and the market's ability to correctly price the Company's shares.

The Oslo Stock Exchange has also taken into consideration the Company's market value and financial condition when determining the size of the violation fee, cf. section 12.3 (3) no. 2 of the Continuing Obligations. As of 1 November 2018, the Company had a market value of approximately NOK 120 million. In the Company's Q2-report, the Company's total equity as of 30 June 2018 was USD 790 million and cash and cash equivalents of USD 605 million. The Oslo Stock Exchange therefore considers that a violation fee in the amount of NOK 700,000 is not a disproportionate reaction towards the Company.

The Company has argued that no emphasis has been placed on the fact that the Company on its own account reached out to the Oslo Stock Exchange prior to commencements of the Exchange's investigations and that the Company has given its absolute best effort to address the questions and concerns of the Exchange and the market. The Exchange would in this respect like to point out that the Company reached out to the Oslo Stock Exchange not due to the Company identifying any faults made by the Company itself, but due to a letter of complaint by shareholders addressed to the Company. As the Oslo Stock Exchange was sent a copy of the letter, the Exchange does not see how the Company reaching out the Exchange should be given any significant emphasis by the Exchange.

Furthermore, the Company has an obligation to provide the Oslo Stock Exchange with all information necessary for the Exchange pursuant to section 2.5 (4) of the Continuing Obligations. That the Company complies with this obligation is what the Exchange expects from the issuers with shares admitted to trading on Merkur Market and not something that is given any emphasis when determining the form of sanction or level of violation fee. As accounted for above, the Exchange has also found that the Company has given conflicting and incomplete information to the Exchange when obtaining information pursuant to the said provision. As the account shows, the Exchange has had to follow-up with the Company to obtain the complete picture of the situation and address conflicting information both given to the Exchange and the market.

The Exchange finds it positive that the Company agreed to publish a stock exchange notice with more information about the Company's obligations to issue new Common Shares as security for various debt obligations. However, given the long time period the Company did not disclose information to the market about these obligations and the Company not publishing information about the issuances of Collateralized Shares and increases of its authorized share capital that had been carried out in accordance with the Continuing Obligations, the Exchange places limited emphasis on this being done at such late point in time. The Exchange would also like to note that this was done at the recommendation of the Exchange and not at the initiative of the Company itself.

The Company has in its comments to the advance notice questioned why the Exchange has not indicated the fee level in the advance notice of resolution. The Exchange would in this regard like to comment that the violation fee is not determined before the Exchange has received the Company's comments to the advance notice, which is taken into consideration before the matter is finally resolved upon. The level of violation fee can be appealed to the Merkur Market Appeals Committee in accordance with section 14 of the Continuing Obligations.

The Oslo Stock Exchange communicated in the Circular 1/2015 that a company's suitability for trading on Merkur Market among other factors is dependent on its ability give sufficient information for the market participants to determine fair market prices. As accounted for in this case, the Oslo Stock Exchange is of the opinion that the Company has failed to timely disclose inside information and other information in accordance with the Continuing Obligations. The Oslo Stock Exchange emphasizes in this regard that additional breaches of the Merkur Market rules may result in removal of the Company's shares from Merkur Market, cf. section 12.1 of the Continuing Obligations.

The Oslo Stock Exchange has on 2 November 2018 passed the following resolution:

*“A violation charge is hereby imposed on Sino Agro Food Inc. for material breaches of the Continuing Obligations of companies admitted to trading on Merkur Market in an amount of NOK 700,000, cf. section 12.3 of the Continuing Obligations. The decision may be appealed to the Merkur Market Appeals Committee, cf. section 14 of the Continuing obligations of companies admitted to trading on Merkur Market.”*

## **4 MEDLEMSFORPLIKTELSER - HANDELSREGLER**

### **4.1 Generell veiledning**

#### **4.1.1 Nordea Bank AB (publ), avsluttende brev vedrørende hendelser knyttet til innleggelse av markedsordre i SBANK og AKERBP, 19.03.2018**

Det vises til korrespondanse i perioden 7. november 2017 til 23. januar 2018 mellom Oslo Børs og compliance i Nordea Bank AB (publ), heretter "Nordea" eller "NRD", vedrørende innleggelse av markedsordre i ordreboken til aksjene Aker BP ASA (ticker AKERBP) og Sbanken ASA (ticker SBANK).

Nedenfor følger en beskrivelse av hendelsene, samt Oslo Børs sin vurdering av NRDs ordreinnleggelse i de to nevnte aksjene hhv. 7. november og 18. desember 2017. Som det fremgår av pkt. 2-3 finner Oslo Børs at Nordea de aktuelle dagene var i brudd med flere bestemmelser i handelsreglene.

### **1 Bakgrunn**

#### **1.1 Hendelse i AKERBP 7. november 2017**

AKERBP inngår i OBX-indeksen som består av de 25 mest likvide aksjene på Oslo Børs, hvilket også innebærer at det handles derivater med aksjen som underliggende. I de to siste månedene i forkant av 7. november var daglig gjennomsnittlig antall omsatte aksjer (eksklusiv manuelt rapporterte handler) ca. 581.000 fordelt på ca. 2.500 daglige handler.

Klokken 09:05:03, altså om lag 5 min etter åpningsauksjonen, la NRD inn en salgsordre med volum 54.546 aksjer som en markedsordre ("market order" – "MKT"). En markedsordre har ikke en tilhørende pris, og vil derfor handle mot de til enhver tid beste priser på motstående side av ordreboken frem til markedsordren er fylt. På tidspunktet markedsordren ble lagt inn i ordreboken til AKERBP var det åpne volumet på kjøpersiden 45.787 aksjer og på selgersiden 14.454 aksjer. Markedsordren medførte at det momentant ble gjennomført 67 handler på totalt 35.215 aksjer før en automatisk handelsstopp ("circuit breaker"), som for OBX instrumenter, slår inn når en ordre vil medføre et avvik på 5 % fra en dynamisk referansepris<sup>153</sup>. Den dynamisk referanseprisen var satt av siste handel før markedsordren ble lagt inn og var på NOK 203,2. Den laveste kjøpskursen som NRDs markedsordre ble sluttet mot var på NOK 194,2. Den automatiske handelsstoppen inntrådte som følge av at neste kjøpsordre lå på NOK 191, noe som avvek mer en 5 % ift. den dynamisk referanseprisen på 203,2 (dvs. den dynamiske grensen for avvik lå på NOK 193,04). Kursfallet per dette tidspunktet utgjorde således 4,4 % innenfor samme millisekund. Et slikt momentant kursfall er svært uvanlig for en aksje som inngår i OBX-indeksen, og kursfallet ville vært betydelig større uten

---

<sup>153</sup> Det er også implementert statiske circuit breakers som i dette tilfellet ville blitt utløst ved avvik på 15 % fra kurs NOK 201 satt i åpningsauksjonen, jf. Oslo børs Market Model Equities pkt. 5.6 (<https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Handel/Handelssystemer/Millennium-Exchange/Markedsmodell>) og eget skriv tilgjengelig på [Price monitoring og Price entry tolerance](#)

den beskrevne handelsstoppen<sup>154</sup>. Ni sekunder inn i auksjonsperioden ble gjenstående volum (salg av 19 331 aksjer) i markedsordren kansellert, noe som medførte at indikativ ("simulert") auksjonspris i den pågående Re-Opening Auction Call ble endret fra NOK 165,0 til NOK 201,9. Da auksjonen gikk kl 09:08:13 ble omsetningskursen NOK 201,9 i auksjonen, altså nesten tilbake på nivået fra før hendelsen inntraff.

Nordea har i sin redegjørelse forklart at det lå en DMA<sup>155</sup>-kunde bak markedsordren og at;

*"This client's orders are sent to our ALGO engine and therefore not treated as if it would have been a market order sent directly to the primary. This specific order failed because we received it as a strategy order but without any algorithm specified and this caused the order to be released to the primary market without any limit. We always validate orders against the clients order limits."*

Videre forklarte Nordea at man i etterkant hadde implementert tiltak som skal forhindre tilsvarende hendelser i fremtiden.

### 1.2 Hendelse i SBANK 18. desember 2017

SBANK inngår i likviditetssegmentet OB-Match. I de to siste månedene i forkant av 18. desember var daglig gjennomsnittlig antall omsatte aksjer (eksklusiv manuelt rapporterte handler) ca. 92.000 fordelt på gjennomsnittlig ca. 300 daglige handler. Gjennom dagen 18. desember, og frem til auksjonsperiodens start kl. 16:20, var det omsatt 70.465 aksjer fordelt på 306 handler i SBANK. Åpningskursen denne dagen var på NOK 78,25, noe som var identisk med sluttkurs foregående handelsdag, og siste handel før sluttauksjonen gikk kl. 16:19:55 var på NOK 79,75.

Klokken 16:21, altså ett minutt inn i auksjonsperioden, la NRD inn en kjøpsordre med volum 37.750 aksjer som en markedsordre ("market order" – "MKT") i SBANK. På tidspunktet markedsordren ble lagt inn i ordreboken til SBANK var det åpne volumet på kjøpersiden 55.921 aksjer og på selgersiden 29.927 aksjer. På kjøpersiden lå det også inne 36.268 aksjer med skjult volum. På salgssiden lå det ikke ordre med skjult volum. Det publiseres løpende indikativ auksjonspris ("simulert auksjonspris"), altså hvilken omsetningskurs som handelen i sluttauksjonen ligger an til basert på både åpent og skjult volum i ordreboken<sup>156</sup>. Den siste simulerte auksjonsprisen før NRDs ordreinnleggelse var på NOK 79,25, noe som var identisk med siste omsetningskurs før sluttauksjonen. Som følge av NRDs markedsordre øker den simulerte auksjonsprisen til NOK 92, og dette ble publisert via børsens markedsdatakanaler innenfor samme sekund som NRDs ordreinnleggelse og var således observerbar for NRD. Det skjer ingen etterfølgende endringer i auksjonsprisen før sluttauksjonen gjennomføres til kurs NOK 92. Sluttauksjonen ble først gjennomført kl. 16:28:50, altså nesten åtte minutter etter NRDs ordreinnleggelse. Dette skyldtes at NRDs markedsordre utløste to Price Monitoring Extension (PME) og en Market Order Extension (MOE)<sup>157</sup> som totalt forlenget sluttauksjonen med i overkant av tre minutter. Det ble omsatt 47.714 aksjer fordelt på 59 handler i sluttauksjonen. Herunder fylles hele NRDs markedsordre på 37.750 aksjer. Resultatet ble således at kursen til SBANK drives kraftig opp i sluttauksjonen og aksjen ender 17,6 % høyere enn sluttkurs foregående handelsdag og 15,4 % høyere enn siste omsetning før auksjonen. Som en konsekvens av at aksjekursen falt tilbake til et "normalt nivå" neste dag, ble aksjen stående som en av børsens "kurstapere" 19. desember (etter en nedgang på 11,4 % ift. sluttkurs 18. desember).

---

<sup>154</sup> Uten hverken statisk eller dynamisk circuit breaker ville markedsordren tømte kjøpersiden av ordreboken og siste omsetning ville blitt satt til kurs NOK 105,2 (dvs. et teoretisk fall på 48,2 %).

<sup>155</sup> DMA, dvs. direct market access, er definert i handelsreglene <https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Medlems-og-handelsregler>

<sup>156</sup> "Calculating the Auction Price" er beskrevet i Oslo børs Market Model Equities pkt. 7.2.1 (se link under fotnote 1)

<sup>157</sup> "Auction Extension Periods" er beskrevet i Oslo børs Market Model Equities pkt. 5.2.4 (se link under fotnote 1)

Nordea har i sin redegjørelse forklart at det også bak denne markedsordren lå det en DMA-kunde. Videre har Nordea forklart at;

*"This order was a firm interest to buy the stock and was part of a market on close order program. The client misjudged the possible market impact for this order and the stock closed up 17.6% on the day and 15.4% from last paid before the closing auction.*

*For orders handled internally we have procedures in place to be able to identify any order that might have a large impact on the price during continuous trading as well as during the closing auction. Measures such as % ADV, % Average Close Auction and % Relative Turnover. For all DMA clients we have limits for every order on value and also for the gross value traded each day. Our algorithmic trading tools have built in security measures and hard rejects on market orders sent with aggressive order types.*

*After the 18th we have enhanced the filtering to improve the way we identify any market order sent DMA for the closing auction without a trading strategy. This improvement makes it easier for us to act on any order like the one discussed and to prevent any such order to be executed again in the future. We will also continue working on additional developments to detect outliers like the order sent on the 18th to improve even further."*

På forespørsel fra børsen har Nordea videre gitt en mer detaljert redegjørelse for de sikkerhetsmekanismer som er gjeldende for DMA-aktivitet gjennom foretaket. Herunder er det også redegjort for tiltak som er påbegynt for å forhindre tilsvarende hendelser som i ordreboken til SBANK 18. desember.

### 1.3 Merknad vedrørende informasjonsinnhenting og klargjøring av faktum

Børsens forespørslar ifm. de to beskrevne hendelsene var hjemlet i MTR 1110, jf. børslovens § 26 (7), noe som også ble opplyst i de innledende forespørslene som ble rettet til Nordea. Overholdelse av medlemmenes opplysningsplikt overfor Oslo Børs er bl.a. viktig for at børsen skal kunne ivareta sine lovpålagte overvåkingsoppgaver. Opplysningsplikten gjelder tilsvarende for ansatte ved medlemsforetakene.

I begge de to aktuelle sakene ble svarfristene satt av børsen oversittet. Totalt sendte børsen fire påminnelser til Nordea i anledning de to sakene, hvorav to av oversittelsene av fristene er forklart med manglende intern koordinering i Nordea. Selv om alle henvendelser i anledning de to sakene ble besvart etter påminnelser, innebærer opplysningsplikten også at henvendelser fra Markedsovervåking skal besvares innen de gitte frister. Børsen finner det kritikkverdig at fristene ble overskredet og at man ved gjentatte anledninger måtte sende påminnelser til Nordea for å få oversendt den etterspurte informasjonen.

## **2 Børsens vurdering av hendelsene**

### 2.1 Handelsreglenes pkt. 1.4 - "General Conduct"

MTR pkt. 1.4 er del av børsens spesifikke krav til medlemmene ("Core Rules") hva gjelder opptreden i markedet. Disse bestemmelsene, dvs. MTR pkt. 1.4.1 - 1.4.4 dels overlapper og utdyper lovregulerte krav til medlemsforetakene, herunder spesifikke bestemmelser knyttet til markedsatferd.

Handelsreglenes pkt. 1.4.1 "Misleading acts, conduct and prohibited practices"/ MTR 1300.1-1300.6 angir eksplisitt atferd som ikke er tillatt.

### 2.1.1 Misvisende bilde på verdien av aksjene (MTR 1300.1)

Som det fremkommer av MTR 1300.1 (jf. pkt. A.2 i vedlegg) skal et medlem ikke utføre eller være involvert i handlinger som skaper, eller er egnet til å skape "a false or misleading impression as to the market in, or the price or value of, any security". I begge de to hendelsene beskrevet i pkt. 1 var det størrelsen på volumet i markedsordrene som resulterte i handler med avvikende priser, og ikke pris lagt inn på ordrene, da en markedsordre ikke inneholder en pris. Det legges til grunn at salgs- og kjøpsinteressene i hhv. AKERBP og SBANK, hva gjelder volum, i begge de aktuelle tilfellene var reell. Dog var kursutslagene neppe forutsatt, og berodde på snarere på feilvurdering av effekten størrelsene på ordrene hadde i de to aktuelle aksjenes ordrebøker. I tilfellet i AKERBP understøttes dette av at kunden trakk resterende del av ordren kort tid etter at handelsstoppen ble innført, altså da den faktiske effekten på aksjekursen var observerbar i markedet. Videre medførte gjennomføringen av både markedsordren i AKERBP og i SBANK ikke ubetydelig tap for kundene bak disse ordrene, sammenlignet med hva man kunne oppnådd gjennom mindre aggressive strategier, noe som antas å ha vært utilsiktet.

I AKERBP var kursfallet på 4,4 % uvanlig, men ikke ekstremt, sammenlignet med normal volatilitet for denne aksjen. Kursfallet ble, som beskrevet i pkt. 1.1, begrenset av at det ble utløst en circuit breaker og at resterende volum ble trukket før aksjen åpnet for handel igjen. Uten slike volatilitetsbegrensninger ville kursfallet blitt på 48,2 %, noe som illustrerer størrelsen på markedsordren (salgsvolum) ift. det totale volum som var tilgjengelig på kjøpersiden av ordreboken. Det momentane kursfallet på 4,4 % er likevel klart avvikende, noe som illustreres av bildet under (vår utheving av hendelsen m/ hvitt).



Kilde: SMARTS (screenshot AKERBP 7. nov. 2017)

Siste handel som ble utløst av NRDs markedsordre var på NOK 194,2. Selv om kursen kom tilbake på om lag samme nivå, etter at "Re-Opening Auction Call" var gjennomført, kan det ikke utelukkes at enkelte markedsaktører ble påvirket av dette kursbildet i denne perioden. Herunder nevnes det at siden AKERBP inngår i OBX-utvalget er det notert derivater på Oslo Børs med AKERBP-aksjen som underliggende. Handel i slike derivater stanses ikke av en circuit breaker i underliggende aksje og referanseprisen på 194,2 ble således stående i tre minutter. Etter børsens syn ga denne kursen et misvisende bilde på verdien av aksjen for en kort periode. Dette som et resultat av at markedsordren som ble lagt inn hadde et salgsvolum som var større enn tilgjengelig volum på kjøpsiden av

ordreboken. Herunder påpekes det at det i forkant var fullt mulig å forutsi den potensielle effekten ved ordreinnleggelsen.

Sluttkursen i SBANK aksjen 18. desember 2017 var, som beskrevet i pkt. 1.2 over, 17,6 % høyere enn sluttkurs foregående handelsdag og 15,4 % høyere enn siste handel før sluttauksjonen. Dette er et uvanlig høyt kursutslag, både for denne aksjen og generelt for en likvid aksje, der kursutslaget ikke kan tilskrives en sensitiv børsmelding eller andre ekstraordinære omstendigheter. Nordea har forklart at kunden bak markedsordren hadde feilbedømt den potensielle markedseffekten. Resultatet av at ordren gikk gjennom i sluttauksjonen er illustrert i bildet under (vår utheving av hendelsen m/ hvitt):



Kilde: SMARTS (screenshot SBANK 18. - 19. des.. 2017)

Ved avslutning av markedsdagen er markedet sårbart, da det normalt er gjennom sluttauksjonen at de offisielle sluttkursen blir satt for noterte instrumenter. Kursen på NOK 92 ble stående som offisiell sluttkurs, samt som referansepris frem til gjennomføring av neste dags åpningsauksjon. Selv om SBANK aksjen ikke inngikk hverken i OBX-utvalget eller hovedindeksen, inngår aksjen i bransjeindekser som benyttes som referanse i ulike sammenhenger. Videre kan det ikke utelukkes at enkelte markedsaktører ble påvirket av sluttkursen ifm. åpning av handel i aksjen påfølgende dag. Uansett er en såpass avvikende sluttkurs generelt egnet til å skape usikkerhet i markedet. Etter børsens syn ga kursen satt i sluttauksjonen et misvisende bilde på verdien av aksjen, og dette var et resultat av at markedsordren hadde et kjøpsvolum som var større enn tilgjengelig volum på salgssiden av ordreboken. Herunder påpekes det at det i forkant var fullt mulig å forutsi den potensielle effekten ved ordreinnleggelsen, samt at man kunne ha trukket ordren etter innleggelse dersom man hadde observert effekten på den indikative auksjonsprisen.

### 2.1.2 Slutning av handler som avviker urimelig fra øvrige priser i handelssystemet (MTR 1300.3)

Som redegjort for over ble handlerne i de omtalte hendelsene utført på klart avvikende aksjekurser. Da det er børsens forståelse at det forelå hhv. reell salgs- og kjøpsinteresse for volumet i de to markedsordrene, anser børsen ikke at handlerne som ble sluttet representerer "*a fictitious trade or a false price*" jf. MTR 1300.2. Kursene som markedsordrene resulterte var likevel så avvikende at de ansees ikke å være i tråd med MTR 1300.3 hvoretter et medlem ikke skal "*effect a trade at any price which differs to an unreasonable extent from any price displayed on the trading system in that*



security".

### 2.1.3 Aktuell markedsverdi (MTR 1300.6)

Som det fremgår av MTR 1300.6 skal et medlemsforetak ikke legge inn ordre eller gjennomføre handler som ikke gjenspeiler den aktuelle markedsverdien ("*current market value*") av instrumentet. Med aktuell markedsverdi for et instrument menes kurser som etter en totalvurdering gjenspeiler gjeldende prising av vedkommende instrument (vår oversettelse, jf. original engelsk ordlyd gjengitt i vedleggets pkt. A.2). Dette er utdypet i Guidance to Rule 1300, hvor det bl.a. fremkommer at man ved vurdering av om en ordre eller handel representerer aktuell markedsverdi skal ta hensyn til endringer i prising av instrumentet gjennom dagen, endringer i prising foregående dager, volatilitet og generelle endringer i prisingen av sammenlignbare instrumenter, mv. MTR 1300.6 overlapper til dels MTR 1300.3. Bestemmelsen skal verne markedsaktørene mot avvikende kurser og hindre at en aktørs økonomiske interesser forstyrrer den reelle prisingen av et instrument. Det innebærer følgelig at ikke enhver reell kjøps- eller salgsinteresse vil kunne gjennomføres dersom gjennomføringen forstyrrer prisdannelsen i markedet. Videre supplerer kravet om aktuell markedsverdi manipulasjonsforbudet i verdipapirhandelloven § 3-8 som forbyr transaksjoner eller handelsordre som gir eller er egnet til å gi falske, uriktige eller villedende signaler om tilbudet, etterspørselen eller prisen på finansielle instrumenter.

Som redegjort for i pkt. 2.1.1 – 2.1.2 forelå det ikke selskapsrelatert informasjon som kunne forklare store kursutslag i de to aksjene. Det forelå heller ikke andre omstendigheter rundt prisingen av de to aktuelle aksjene som tilsa at handler med avvik på hhv. 4,4 % (AKERBP, OBX-instrument) og 15,4 % (SBANK) kunne begrunnes ut fra de siste dagers volatilitet i de to likvide aksjene opp mot bestemmelsens ordlyd og tilhørende guideline.

Det er ikke uvanlig at markedsordre, eller limit ordre med avvikende pris, benyttes både intradag eller i sluttauksjonen for å sikre at man får kjøpt eller solgt stort volum til markedskurs. Særlig i sluttauksjonen i store likvide aksjer, som. f.eks. STL, NHY, TEL, etc., er bruk av markedsordre med stort volum vanlig og normalt legitimt. Det forutsetter imidlertid at markedspåvirkningen ordren har, eller potensielt kan ha, vurderes opp mot aksjens likviditet og størrelsen på tilgjengelig volum i ordreboken, nettopp for å unngå vesentlige avvik fra "aktuell markedsverdi" ved handlene som sluttes. Dette ble ikke gjort, jf. de to markedsordrenes størrelse sml. med tilgjengelig volum. Følgelig utgjorde både handlene som ble sluttet med 4,4 % avvik (og betydelig større potensielt avvik) i AKERBP og 15,4 % avvik i SBANKs sluttauksjon brudd på MTR 1300.6.

### 2.1.4 Oppsummering MTR pkt. 1.4.1 - *Misleading acts, conduct and prohibited practices*

Innleggelse og effekten av markedsordren i AKERBP 7. nov. 2017 kl 09:05:03, med et salgsvolum som var større enn tilgjengelig volum på kjøpssiden av ordreboken, representerer brudd på MTR 1300.1, 1300.3 og 1300.6. Tilsvarende ansees innleggelse og effekten av markedsordren i sluttauksjonen i SBANK 18. des. 2017 som brudd på de samme bestemmelsene.

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

kontrollmekanismer/-systemer som forhindrer slike hendelser, noe vi vil komme nærmere inn på i pkt. 2.2.1 - 2.2.3.

Børsen vil også påpeke at konsekvensene som de to markedsordrene medførte i de to aktuelle aksjene, herunder de potensielle skadevirkningene som er beskrevet under 2.1.1 – 2.1.3, var uheldige sett opp mot investorenes tillit til markedsplassen generelt og prisdannelsen spesielt. Selv om det således også kan argumenteres for at hendelsene i AKERBP og SBANK var egnet til å skade "*the fairness or integrity of the Exchange's markets*" jf. MTR 1300.4, anser børsen at denne "generalbestemmelsen" får en noe underordnet betydning i dette tilfellet hvor det uansett er konstatert at Nordea har brutt de mer spesifikke bestemmelsene i MTR 1300.1, 1300.3 og 1300.6.

Avslutningsvis bemerkes det for ordens skyld at de ovennevnte bestemmelser ikke er endret i MTR etter oppdateringen som fant sted ifm. implementering av MiFID II fom. 3. jan. 2018.

### 2.1.5 Overholdelse av ESMA guidelines (MTR 1315)

Som redegjort for under pkt. A.3 (i vedlegg) var det tatt inn en bestemmelse i handelsreglene frem til 3. jan. 2018 som stilte krav til overholdelse av ESMA's retningslinjer hva gjelder medlemsforetakenes systemer og kontroller i et automatisert handelsmiljø. Disse retningslinjene stilte en rekke krav til medlemsforetakene hva gjelder bl.a. pre- og post trade kontroller, herunder spesifikke og skjerpede krav til medlemmer som tilbyr sine kunder å handle gjennom DMA-løsninger.

Børsen kan vanskelig se at de to hendelsene ville kunnet funnet sted dersom Nordea fullt ut hadde hatt kontrollsystemer som foreskrevet i ESMA's retningslinjer. Dette forfølges imidlertid ikke videre da disse bestemmelsene langt på vei overlapper relevante bestemmelser i handelsreglens kapittel 2 "*Order book trading rules*". De to aktuelle hendelsene vil således drøftes opp mot de tilsvarende/overlappende bestemmelser i MTR i det etterfølgende.

Børsen ønsker for ordens skyld likevel å påpeke at implementering av MiFID II artikkel 17, med tilhørende kommisjonsforordninger<sup>158</sup>, har skjerpet lovgivers krav til medlemsforetakenes kontroller og prosedyrer i etterkant av de aktuelle hendelsene. Følgelig vil Børsen ha en lavere terskel for å sende over saker til Finanstilsynet i fremtiden eller anvende bestemmelsen på selvstendig grunnlag.

## 2.2 Handelsreglens pkt. 2.2 – "Order entry"

MTR pkt. 2.2 er del av bestemmelsene som gjelder for medlemmer ved automatisk slutning av ordre ("*Order book trading rules*"). Underpunkt 2.2.1 "*Access to the trading system and the responsibility of member firms*" tydeliggjør bl.a. medlemsforetakenes ansvar ved ordreinnleggelse. Som det beskrives innledningsvis i vedlegget, er det foretatt endringer i bestemmelsene med tilhørende "guidelines" ifm. ikrafttredelse av MiFID II. I det etterfølgende drøfter derfor børsen ordreinnleggelsene, samt Nordeas kontrollmekanismer og ansvar, opp mot ordlyden i MTR på hendelsestidspunktet. Det bemerkes likevel at de etterfølgende anførsler og konklusjoner i stor grad ville vært de samme under dagens regelverk. Dette som følge av at det kun er foretatt mindre justeringer i de relevante bestemmelers ordlyden i ettertid.

### 2.2.1 Medlemsforetakets ansvar ved ordreinnleggelse, mv. (MTR 2101)

Medlemsforetaket er ansvarlig for alle ordre som legges inn via deres tilganger til handelssystemet, jf. "Guidance to Rule 1300" beskrevet i pkt. 2.1.4 over og i vedleggets pkt. A.2. Dette gjelder uavhengig av om ordrene er lagt inn av medlemmet selv eller av kunde med DMA-tilgang. Tilsvarende fremkommer også av "Guidance to Rule 2101". Det er også tydelig angitt i MTR 2101 at det kreves at medlemsforetaket til enhver tid har "*sufficient order management systems, procedures*

---

<sup>158</sup> MTR 1315 er oppdatert tilsvarende. Se også omtale av dette avslutningsvis i vedleggets pkt. A.3.

*and controls designed to prevent the entry of erroneous orders to the trading system*", jf. også de mer generelle bestemmelsene i MTR 1020.2 og 1020.4 ("*Suitability*", se pkt. vedleggets pkt. A.1).

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

Det fremkommer av veiledningen til MTR 2101 (jf. vedleggets pkt. A.4) at en ordre er "*erroneous*" dersom den er lagt inn ved en feil og det ikke foreligger noen intensjon om å handle i det aktuelle instrumentet eller dersom vilkårene (herunder pris og volum) knyttet til ordren, feilaktig, ikke representerer den påtenkte transaksjonen. I både tilfellet i AKERBP og SBANK var det, slik børsen har forstått Nordeas redegjørelser, ingen feil ved volum eller bruk av ordretype isolert sett. De avvikende kursene ble derimot en konsekvens av den utilsiktede effekt markedsordrene hadde i de to ordrebøkene. Da en markedsordre ikke inneholder noen prisangivelse blir det relevant å se hen til hvilken pris ordren resulterer i og hvorvidt den potensielle effekten av ordren kunne forutsees. I begge de to nevnte tilfeller var det, som beskrevet flere ganger over bl.a. i pkt. 1.1, 1.2, 2.1.1 og 2.1.3, fullt mulig å forutsi den potensielle effekten av de to markedsordrene helt eller delvis.

I AKERBP var som nevnt ordrevolumet større enn åpent volum på motsatt side av ordreboken. Selv om det ikke er mulig for markedet å ha innsyn i eventuelt skjult ordrevolum under kontinuerlig handel, er det svært uvanlig at dette er av et slik omfang at det ville kompensert for en markedsordre av en størrelse som det her er snakk om. Videre var den potensielle effekten av denne markedsordren, uten å hensynta børsens circuit breakers, et kursavvik fra siste omsetning på 48,2 %. Hvorvidt en ordre overstiger børsens "price monitoring" terskler, som er på hhv. 5 og 15 % ift. dynamisk/statisk referansepris for OBX-instrumenter, er også angitt som et av kriteriene det skal sees hen til ved vurdering av om ordre er feilaktig. Etter dette må NRDs markedsordre i AKERBP ansees som en feilordre.

Også i SBANK var volumet på markedsordren større enn åpent volum på motsatt side av ordreboken, og det var mulig å forutsi den potensielle effekten av ordren basert på åpent volum. I en sluttauksjon er det i tillegg mulig å se effekten på auksjonsprisen basert både på åpent og skjult volum. Dette da det, som tidligere beskrevet, løpende publiseres indikativ auksjonspris. Det gikk nesten åtte minutter fra ordreinnleggelsen og frem til auksjonen faktisk ble gjennomført, og således var det også rikelig tid til å observere og vurdere denne den potensielle effekten. Det nevnes i denne sammenheng at auksjonsperioden ble forlenget med i overkant av 3 minutter som følge av at markedsordren utløste to PME- og en MOE-perioder (se pkt. 1.2). Basert på dette, herunder det betydelige kursavviket beskrevet i pkt. 2.1.1, må også NRDs markedsordre i SBANK ansees som en feilordre.

Det fremkommer av MTR 2101 (se vedleggets pkt. A.4) at medlemmene bl.a. skal ha systemer, kontroller og prosedyrer som er "*designed to prevent the entry of erroneous orders to the trading system*". Videre fremkommer det av veiledningen til bestemmelsen at medlemmenes systemer skal være innrettet slik at de identifiserer og forhindrer innleggelse av feilordre i handelssystemet. I vurderingen om medlemmenes systemer er adekvate skal man [slik veiledningen lød på de aktuelle tidspunktene] "*consider the use of controls and system alerts, which may be based on some or all of the following: (...)*"<sup>159</sup>. De aktuelle referanseparameterne, hvorav kulepunkt 1,2,3,4 og 6 ansees relevante i denne sammenheng, er angitt i vedleggets pkt. A.4. Kulepunkt 6 adresserer markedsordrer i sluttauksjonen særskilt. Her fremkommer det at medlemmene må ha systemer og kontroller som forhindrer at slike ordre har en "*inappropriate affect on the uncrossing price of the security in question*" og at man "*should have regard to the possible impact of a large market order on the auction uncrossing price*", noe som nettopp var tilfelle i SBANK. Det er videre presisert at den nevnte

---

<sup>159</sup> Veiledningen er i etterkant strammet inn til "*should use*" fra tidligere "*should consider the use of*".

opplistingen ikke representerer noen uttømmende liste, og at kontroller og systemalarmer må utarbeides mtp. å forhindre ordreinnleggelse som "*because of their price, size and nature, could impact on the smooth running of the market*". I begge de aktuelle tilfellene var det "*size and nature*" av markedsordrene som ledet frem til de avvikende handlingene. Oslo Børs mener, sett hen til retningslinjene som gis i MTR 2101, de to aktuelle markedsordrene aldri skulle sluppet gjennom NRDs kontrollsystemer. I tilfelle SBANK var det også, gitt svikt i kontrollen med ordren ved innleggelse, fullt mulig å slette ordren ila. de nesten åtte minuttene som gikk fra ordreinnleggelse og frem til sluttauksjonen ble gjennomført.

### 2.2.2 Medlemsforetakets spesielle ansvar ved ordreinnleggelse via DMA (MTR 2103)

Som det fremkommer av MTR 2103 åpnes det, under visse vilkår, for at et medlem kan gi sine kunder tilgang til børsens handelssystem gjennom direct market access (DMA). Nordea har bekreftet at både ordreinnleggelsen i AKERBP og SBANK ble gjort av DMA-kunder.

Direct market access er i MTR definert som;

*"a service provided by a member firm through which a customer is able to submit orders to the trading system under the member firm's trading codes and via the member firm's order management systems, but without manual intervention by the member firm"*

MTR 2103 krever at medlemsforetaket har på plass adekvate systemer og effektive kontroller, inkludert pre- og post-trade kontroller for slik DMA-tilgang. Dette for å sikre at en slik tjeneste ikke negativt påvirker overholdelse av handelsreglene, medfører uordnet handel eller legger til rette for atferd som kan innebære markedsmissbruk (se vedleggets pkt. 2.4). Bruk av DMA-tjenester krever altså at medlemmet både har etablert tekniske og administrative ordninger for å sikre at ordre fra DMA-kunder ikke strider mot handelsreglene.

I "Guidance to Rule" slås det fast at medlem som tilbyr DMA-tjeneste til kunder er ansvarlige for kundenes ordreinnleggelse mv. og at brudd på MTR som følge av DMA aktivitet kan medføre sanksjon overfor medlemmet. Medlemmets ansvar for ordre som er rutet via foretaket likestilles altså med medlemmets egne innlagte ordre. Videre fremkommer det at medlemmet skal være i stand til å slette ordre som legges inn av DMA-kunder og begrense DMA-kundenes mulighet for å legge inn ordre. MTR 2103 erstatter ikke MTR 2101 for DMA-aktivitet, men snarere utdyper og presiserer ansvaret som påhviler DMA-tilbydere. Som for MTR 2101 (jf. pkt. 2.2.1 over) angis det også for DMA en liste over kontroller og systemalarmer som medlemmet bør vurdere<sup>160</sup>. Disse er gjengitt avslutningsvis i vedleggets pkt. A.4.

Oslo Børs har vurdert Nordeas redegjørelser for de kontroller og sikkerhetsmekanismer som foretaket hadde. Herunder hvorledes disse sviktet i å fange opp den potensielle effekten på prisingen av AKERBP og SBANK som følge av DMA-kundenes markedsordre. Etter dette finner Oslo Børs at Nordea ikke hadde på plass adekvate pre-trade kontroller. Oslo Børs vil igjen peke på at medlemmet til enhver tid har ansvar for å hindre feil som kan nå handelssystemet og til enhver tid skal ha implementert tekniske system og rutiner for å hindre feil ved ordreinnleggelse jf. MTR 2101 sml. 1020.2.

### 2.2.3 Oppsummering MTR pkt. 2.2 – "Order entry"

---

<sup>160</sup> Veiledningen er også her i etterkant strammet inn til "should use" fra tidligere "should consider the use of".

Nordeas mangelfulle kontroll og avvisningen av markedsordren i AKERBP 7. nov. 2017 kl 09:05:03, med et salgsvolumet som var større enn tilgjengelig volum på kjøpsiden av ordreboken, er et brudd på de krav som oppstilles i MTR 2101 og 2103 hva gjelder medlemsforetakets pre-trade kontroll av ordre. Skadepotensialet ved denne type brudd er stort. Det at skadevirkningen i AKERBP begrenses av børsens handelsstopp (circuit breaker) kan ikke tillegges betydelig vekt. Dette da det tydelig fremkommer av bestemmelsene at medlemmet selv er ansvarlig for å vurdere egne pre-trade kontroller. Børsens sikkerhetsmekanismer er da også satt på et overordnet nivå, bl.a tilpasset det enkelte likviditetssegment og det enkelte instrument ved behov. Disse kan imidlertid ikke skreddersys etter det enkelte medlems karakter og omfang av handelsaktivitet. Dette er medlemmenes eget ansvar, herunder å supplere de kontrollmekanismer som ligger i børsens handelssystem med ytterligere tiltak tilpasse bl.a. hvilken funksjonalitet og tjenester de tilbyr sine kunder. Derfor fremkommer det også klart av handelsreglene at det enkelte medlem må tilpasse egne kontroller, sikkerhetsmekanismer, alarmer, mv. etter virksomhetens karakter og omfang. Dette gjelder særskilt for DMA-aktivitet.

Tilsvarende ansees den mangelfulle pre-trade kontrollen av markedsordren i sluttauksjonen i SBANK 18. des. 2017 som brudd på de samme bestemmelsene. Her vil børsen påpeke at, i tillegg til at ordren ikke ble avvist innledningsvis, er det kritikkverdigg at NRD heller ikke slettet den ila. de nesten åtte minuttene den lå inne i auksjonsperioden.

Børsen finner det skjerpene at det her dreier seg om to lignende hendelser over en relativt kort tidsperiode. Det er betenkelig at Nordea etter hendelsen i AKERBP 7. november 2017 ikke implementerte tiltak som forhindret den lignende hendelse i SBANK 18. desember 2018. I denne sammenheng vises det bl.a. til Nordeas svar til Oslo Børs av 16. november 2017 hvor man uttalte at "*We have now put a rule in place that will reject any order failing in this way going forward*". Selv om hendelse i AKERBP inntraff under kontinuerlig handel og hendelsen i SBANK inntraff i sluttauksjonen, ville det ikke være urimelig å forvente at man ifm. med revurdering av pre-trade kontroller også vurderte sistnevnte scenario.

Børsen vil også, på generelt grunnlag, påpeke at mangler på systemer og kontroller relatert til DMA-kunders ordrebokaktivitet vil kunne medføre en potensiell økt risiko for at ordre med et manipulativt formål (jf. vphl. § 3-8) slipper gjennom medlemmets kontrollsystemer. Medlemmenes ansvar i så henseende er adressert i MTR 1310. Slikt formål er imidlertid ikke avdekket i denne saken.

### **3 Oppsummering og vurdering av reaksjon**

#### 3.1 Brudd på handelsreglene

Som det fremgår av pkt. 2.1.1 – 2.2.3 over har Nordea, ved å slippe gjennom markedsordren i AKERBP 7. nov. 2017 og markedsordren i SBANK 18. des. 2017, brutt flere av handelsreglenes bestemmelser.

De avvikende kursene som markedsordrene resulterte i utgjør brudd på handelsreglenes pkt. 1.4.1 om "*Misleading acts, conduct and prohibited practices*". Nærmere bestemt brøt Nordea MTR 1300.1 ved å gi et misvisende bilde på verdien av aksjene, MTR 1300.3 ved å gjennomføre handler som avvek urimelig fra øvrige priser i handelssystemet og MTR 1300.6 ved at handlene som ble stående ikke representerte aktuell markedsverdi av de to nevnte aksjene.

Handelsmønsteret i de to hendelsene skyldes en kombinasjon av menneskelig feil (ved bedømmelse av "market impact" av ordrene fra kundenes side) og systemsvikt hos Nordea. Mangelen på kontroll, og det at Nordeas kontrollmekanismer ikke evnet å stanse de to markedsordrene fra å nå børsens handelssystem, utgjør brudd på handelsreglenes pkt. 2.2.1 om "*Access to the trading system and the responsibility of member firms*". Det er lagt vekt på at det her ikke er snakk om en enkeltstående feil,

men to påfølgende relativt like hendelser. Herunder det faktum at medlemmet etter den først inntrufne hendelsen bekreftet overfor børsen at man hadde forbedret valideringen av kundeordre. Følgelig kan ikke børsen se at Nordeas kontrollmekanismer har vært tilstrekkelige og medlemmet har følgelig vært i brudd med MTR 2101 ved å ikke å ha hatt "*sufficient order management systems, procedures and controls designed to prevent the entry of erroneous orders to the trading system*". Videre utgjør de samme forhold brudd på MTR 2103 ved ikke å ha på plass adekvate systemer og effektive kontroller (inkludert pre-trade kontroller) som kreves særskilt for at medlemmet tillates å tilby sine kunder DMA-adgang.

### 3.1 Vurdering av reaksjonsform

Det fremkommer av handelsreglene pkt. 6.1 at ved et medlems brudd på handelsreglene kan børsen beslutte å gi medlemmet en advarsel eller suspendere medlemmet fra handel. Ved vesentlige brudd kan børsen terminere medlemskapsavtalen eller ilegge medlemmet et overtredelsesgebyr. Se vedleggets pkt. A.5 for nærmere beskrivelse.

Det er angitt flere momenter som skal vektlegges ved valg av reaksjonsform. Den betydelige effekten de to beskrevne markedsordrene fikk på prisingen av AKERBP og SBANK, samt den potensielt større effekten som kunne inntruffet dersom resterende volum av markedsordren i AKERBP ikke hadde blitt trukket, gjør at Oslo Børs anser bruddene som alvorlige. Oslo Børs har forståelse for at det kan være utfordrende å forutse alle former for utilsiktede hendelser ved implementering av pre-trade kontroller og andre kontrollmekanismer. Dette kan likevel ikke veie tyngre enn hensynet til en velfungerende og tillitvekkende prismekanisme som er av stor betydning for øvrige markedsaktører. I denne saken er det også skjerpene at det er snakk om to relativt like hendelser, og det kan stilles spørsmål om Nordea tok den første tilstrekkelig på alvor mtp. implementering av tiltak. Det må imidlertid likevel tillegges noe vekt at det ikke er registrert tidligere tilsvarende saker mot Nordea de senere årene. På den andre side tok ikke Nordea kontakt med børsen i etterkant av hverken hendelsen i AKERBP eller SBANK på eget initiativ og, som beskrevet i pkt. 1.3, ble ikke børsens henvendelser besvart på en tillitsvekkende måte.

### 3.2 Konklusjon

Til tross for at bruddene fremstår som vesentlige har børsen, etter en samlet vurdering, besluttet å avslutte denne saken med en advarsel til Nordea Bank AB (publ). Det er i denne sammenheng sett hen til de momenter som er drøftet over, samt til tidligere praksis i lignende saker. Ved enkeltstående hendelser, og herunder fravær av tidligere lignende saker mot et medlem, har børsen normalt begrenset reaksjonen til å kritisere medlemmet gjennom en advarsel i form av et kritikkbrev.

Børsen ønsker likevel å påpeke at det stilles store krav til medlemsforetak som tilbyr sine kunder DMA-tilgang til markedsplassen. Nordea har redegjort for de kontrollmekanismer som var implementert før de aktuelle hendelsene inntraff og hvilke forbedringer som ble foretatt i etterkant. Oslo Børs forutsetter at disse er grundig vurdert og at de vil være tilstrekkelige til å forhindre tilsvarende hendelser i fremtiden. Børsen understreker at eventuelle fremtidige brudd kan medføre sanksjon i form av overtredelsesgebyr, og at i en slik sak vil den kritikk som ligger i dette brev bli tatt i betraktning.

Saken er etter dette avsluttet fra børsens side, men det gjøres oppmerksom på at børsen kan benytte dette brevet som veiledning til andre markedsaktører, samt vil innta dette brevet i børsens publikasjon "Vedtak og uttalelser".

## 5 OVERTAKELSESTILBUD

### 5.1 Kontrollerte tilbud 2018

#### Overtakelsestilbud etter vphl. kap. 6

Selskap	Tilbyder	Pliktig/ frivillig tilbud	Dato godkjent
Unified Messaging Systems ASA	Everbridge Holdings Limited	Frivillig tilbud	01.03.2018
Belships ASA	AS Consensio	Frivillig tilbud	28.06.2018
Arcus ASA	Canica AS	Pliktig tilbud	04.07.2018
Link Mobility Group ASA	Victory Partners VIII Norway AS	Frivillig tilbud	09.08.2018
Saferoad Holding ASA	SRH Investco AS	Frivillig tilbud	24.05.2018
	QuMei Home Furnishings Group Co LTD	Frivillig tilbud	29.05.2018
Ekornes ASA			

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

Selskap	Innløser	Dato godkjent
Unified Messaging Systems ASA	Everbridge Holdings Limited	24.04.2018
Saferoad Holding ASA	SRH Investco AS	09.09.2018
Ekornes ASA	Qumei Investment AS	25.09.2018
Link Mobility Group ASA	Victory Partners VIII Norway AS	10.10.2018

### 5.2 Pliktig tilbud

#### 5.2.1 Spørsmål om anvendelsesområdet til vphl. § 6-3, e-post av 06.03.2018

Spørsmålet er om unntaket fra tilbudsplikt i vphl. § 6-3 for tilfeller hvor «en finansinstitusjon erverver aksjer i et selskap for å unngå eller begrense tap på engasjement» kommer til anvendelse for utenlandske banker, i dette tilfelle en bank i Kina uten tillatelse til å drive slik virksomhet i Norge.

Verdipapirhandellovens ordlyd viser kun til «finansinstitusjon» og gir dermed ikke svar på spørsmålet. Unntaket fra tilbudsplikt i vphl. § 6-3 ble inntatt i verdipapirhandelloven av 1985 ved innføringen av tilbudsplikt ved endringslov 51/1989, uten problemstillingen er kommentert i forarbeidene. Unntaket ble dermed innført i en tid hvor problemstillingen ikke var særlig aktuell, og det er grunn til å tro at det kun var tiltenkt at norske finansinstitusjoner kunne benytte seg av unntaket.

Dette ble ikke problematisert i forarbeidene til ny verdipapirhandellov i 1997 og 2007 hvor unntaket ble videreført. Det forutsettes derimot i begge forarbeider at det er finansinstitusjoner i henhold til norsk lovgivning underlagt norsk tilsyn som kan benytte seg av unntaket. Det vises i den forbindelse bl.a. til NOU 1996:2 s. 119-120 og NOU 2005:17 s. 23.

Begrepet «finansinstitusjon» var definert i § 1-3 i lov om finansieringsvirksomhet av 10. juni 1988 nr. 40, som opphørte ved vedtakelsen av lov om finansforetak og finanskonsern av 10. april 2015 nr. 17 (finansforetaksloven). Ved vedtakelsen av finansforetaksloven ble begrepet finansinstitusjon erstattet med finansforetak som er definert i lovens § 1-3: «Som finansforetak regnes foretak som driver virksomhet som: a) bank, b) kredittforetak, c) finansieringsforetak, d) forsikringsforetak, e) pensjonsforetak, f) holdingforetak i finanskonsern. Som finansforetak regnes også foretak som er gitt tillatelse til å drive virksomhet som betalingsforetak eller e-pengeforetak, når ikke annet følger av bestemmelse gitt i eller i medhold av denne loven.» Børsen finner etter dette at begrepet «finansinstitusjon» i vphl. § 6-3 for det første er begrenset til institusjoner som driver virksomhet som finansforetak i henhold til finansforetaksloven § 1-3. Spørsmålet blir dermed om utenlandske institusjoner som driver slik virksomhet også kan benytte seg av unntaket.

Nevnte forutsetninger i forarbeidene tilsier at det kun er institusjoner som faller innenfor § 1-3 i finansforetaksloven og som er underlagt tilsyn av norske myndigheter som kan benytte seg av unntaket. Oslo Børs finner derimot at også finansinstitusjoner i øvrige deler av EØS som har tillatelse til å drive slik virksomhet som angitt i finansforetaksloven § 1-3 og er underlagt tilsyn i den andre relevante EØS-staten kan benytte seg av unntaket, uavhengig av om disse har såkalt grensekryssende virksomhet i Norge. Det sentrale er at de er underlagt tilsvarende lovgivning og tilsyn som norske finansinstitusjoner som faller innenfor § 1-3 i finansforetaksloven grunnet harmoniseringen av denne type virksomhet i EØS-området.

Oslo Børs finner derimot at det er mer tvilsomt om banker og andre foretak som driver med finansieringsvirksomhet uten tillatelse og tilsyn i EØS kan benytte seg av unntaket. Lovgivningen og tilsyn i tredjeland utenfor EØS er ikke sammenfallende med det som gjelder i EØS. Videre har begrepet «finansinstitusjon» blitt tolket snevert i tidligere saker behandlet av Oslo Børs, i den forstand at verdipapirforetak ikke kan benytte seg av unntaket selv om anvendelsesområdet for «tap på engasjement» ikke er begrenset til tap på lån i tradisjonell forstand, jf. Vedtak og uttalelser 2009 punkt 6.2.1. «Tap på engasjement» omfatter etter dette også tap på finansielle instrumenter og arrangementer for finansiering av finansielle instrumenter hvor verdipapirforetak kan inngå tilsvarende avtaler som en finansinstitusjon og således ha samme behov for å benytte seg av et slikt unntak. At disse ikke kan benytte seg av unntaket underbygger videre en snever fortolkning av begrepet finansinstitusjon i vphl. § 6-3.

Oslo Børs mener derfor at unntaket i vphl. § 6-3 kun kan benyttes av finansinstitusjoner i Norge og EØS, dvs. institusjoner med tillatelse til å drive virksomhet som et finansforetak i henhold til finansforetaksloven § 1-3 eller tilsvarende nasjonal lovgivning i EØS-området og dermed er underlagt tilsyn som dette i en EØS-stat. Finansinstitusjoner fra tredjeland utenfor EØS uten tillatelse til å drive slik virksomhet i EØS faller etter vår vurdering dermed utenfor den krets som kan benytte seg av unntaket fra tilbudsplikt etter vphl. § 6-3.



## 5.3 Dispensasjon fra tilbudsplikt

### 5.3.1 Star Bulk Carriers Corp. – Exemption from the Norwegian rules on takeover bids, 04.07.2018

We refer to letter dated 18 June 2018 regarding application for exemption from Norwegian takeover rules in respect of Star Bulk Carriers Corp. ("Star Bulk" or the "Company")

The rules on takeover 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 takeover supervisory authority in respect of companies listed on Oslo Børs.

Star Bulk is a Marshall Islands corporation (limited liability company). Hence, it is a company with registered office outside the EEA.

Star Bulk has applied for admission to listing on Oslo Børs.

Star Bulk is listed on the NASDAQ Global Select Market ("NASDAQ"), a regulated market in the U.S. The listing on NASDAQ will be a primary listing and the listing on Oslo Børs will be a secondary listing, cf. Listing Rules Oslo Børs section 9.2.

Star Bulk is not listed on a regulated market in the state in which the company has its registered office (Marshall Islands).

Star Bulk is not and has not applied for listing on any other regulated markets.

As a consequence of the listing on Oslo Børs, the Norwegian rules on takeover bids are applicable in relation to Star Bulk. However, Oslo Børs ASA, in capacity as takeover supervisory authority, may decide to make exception from all or some of the provisions of the Norwegian rules on takeover bids in relation to companies with their registered office in a state outside the EEA, cf. the STA section 6-3, third paragraph.

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

Star Bulk is subject to tender offer rules set out in U.S. securities laws which include certain obligations towards the U.S. Securities and Exchange Commission. The Company has been listed on NASDAQ since 2007 and its shareholders have acquired shares on the basis that U.S. tender offer rules apply. In connection with this application Oslo Børs ASA has reviewed additional information from Star Bulk regarding U.S tender offer laws.

On this basis, Oslo Børs ASA, in capacity as takeover supervisory authority, has resolved to exempt Star Bulk from all provisions regulating voluntary and mandatory takeover bids in Chapter 6 of the STA, cf. Section 6-23, third paragraph. Oslo Børs ASA has particularly emphasized that the company has been and is subject to U.S. tender offer rules, that the Company has an established listing on NASDAQ and that the listing on Oslo Børs will be a secondary listing. Should the applicability of the U.S. tender offer laws in relation to the Company materially change, Star Bulk must notify Oslo Børs ASA. Such notification shall be made prior to the event becoming effective and as early as possible. If so, an assessment will be made by Oslo Børs ASA, which may result in a different decision.

Star Bulk 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 Børs.

## **5.3.2 Belships ASA – Vedtak vedrørende tilbudsplikt, 21.12.2018**

### **1. Innledning**

Det vises til brev av 14. november 2018 fra Arntzen de Besche Advokatfirma AS (“Arntzen de Besche”) på vegne av Tidships AS (“Tidships”) (Vedlegg 1) med krav om pålegg av tilbudsplikt til NOK 7 per aksje i Belships ASA (“Belships” eller “Selskapet”) for Kontrari AS og Kontrazi AS (heretter “Kontrari”) ved gjennomføring av fusjon vedtatt i ekstraordinær generalforsamling i Belships 26. oktober 2018. Varsel om krav om pålegg av tilbudsplikt ble sendt i brev 3. oktober 2018 og er vedlagt brevet av 14. november 2018. Saken gjelder Kontraris kjøp av aksjer i Belships ASA fra Sonata AS (“Sonata”) og etterfølgende fusjoner mellom datterselskap av Kontrari og datterselskap av Belships (heretter for enkelhets skyld omtalt som fusjonen og ikke fusjoner). Tidships eier 5 020 432 aksjer i Belships.

Wikborg Rein Advokatfirma AS (“Wikborg Rein”) på vegne av Kontrari og Advokatfirmaet Thommessen AS (“Thommessen”) på vegne av Belships har inngitt felles merknader til kravet om pålegg av tilbudsplikt i brev av 22. november 2018 (Vedlegg 2).

Spørsmålet er hvorvidt vilkårene er oppfylt for at tilbudsmyndigheten kan pålegge tilbudsplikt som følge av “særlige tilfelle” ved fusjon, jf. verdipapirhandelloven (“vphl.”) § 6-2 (2).

Oslo Børs ASA (“Oslo Børs” eller “børsen”) har mottatt brev med tilslutning til Tidships’ krav om pålegg av tilbudsplikt fremsatt 14. november 2018, fra enkelte minoritetsaksjeeiere i Belships (Vedlegg 3), som med det også har status som part i saken:

- 6. desember 2018, Tom Komnæs på vegne av Finansplan AS som eier 156 798 aksjer i Belships,

- 7. desember 2018, Anton Jenssen på vegne av Jenssen & Co AS som eier 302 816 aksjer i Belships,
- 7. desember 2018, Gudmund Joar Bratrud på vegne av Regent AS som eier 21 500 aksjer i Belships og 15 000 personlig eide aksjer i Belships,
- 10. desember 2018, Torstein og Liv Sjøland som eier 370 000 aksjer i Belships,
- 10. desember 2018, Arne Risøy på vegne av AR Fonds AS, AR Vekst AS og AR Obligasjon AS som eier henholdsvis 416 183, 202 995 og 88 199 aksjer i Belships,
- 10. desember 2018, Johan Marcus B. Holm på vegne av Jomaho AS som eier 316 620 aksjer i Belships, og
- 13. desember 2018, Hans Kristian Grani på vegne av HKG Holding AS som eier 168 117 aksjer i Belships.

## 2. Tidligere saksgang

19. juni 2018 mottok Oslo Børs ASA i brev ([Vedlegg 4](#)) en anmodning fra Wikborg Rein på vegne av Kontrari om forhåndsuttalelse vedrørende tilbudsplikt i forbindelse med Kontraris kjøp av aksjer i Belships fra Sonata og etterfølgende fusjoner mellom datterselskap av Kontrari og datterselskap av Belships.

Oslo Børs vurderte i tilbakemelding av 29. juni 2018 ([Vedlegg 5](#)) at den forelagte transaksjonen ikke faller inn under "særlige tilfeller" i vphl. § 6-2 (2) hvor tilbudsmyndigheten kan pålegge tilbudsplikt. Det ble lagt til grunn at fusjonen ville bli gjennomført i tråd med aksje- og allmennaksjelovens alminnelige regler om fusjon med forutsetning om godkjenning av generalforsamlingen i de deltakende selskapene og at aksjeeierne ville motta relevant og tilstrekkelig informasjon om den foreslåtte fusjonen gjennom dokumentasjon og prosedyrer for fusjon.

I brev av 8. august 2018 ([Vedlegg 6](#)) fra Arntzen de Besche på vegne av Tidships ble Oslo Børs anmodet om fornyet vurdering av spørsmålet om tilbudsplikt vil inntre ved gjennomføring av aksjekjøpet og fusjonen ved å vurdere hvorvidt vilkårene for at tilbudsmyndigheten kan pålegge tilbudsplikt som følge av at "særlige tilfelle" ved fusjon er oppfylt, jf. vphl. § 6-2 (2).

Merknader til brevet av 8. august 2018 ble gitt av Wikborg Rein på vegne av Kontrari 17. august 2018 ([Vedlegg 7](#)). Ytterligere merknader fra partene i saken ble avgitt:

- Brev 4. september 2018 fra Arntzen de Besche på vegne av Tidships ([Vedlegg 8](#))
- Brev 6. september 2018 Wikborg Rein på vegne av Kontrari ([Vedlegg 9](#))
- Brev 10. september 2018 fra Arntzen de Besche på vegne av Tidships ([Vedlegg 10](#))

Basert på dette avga Oslo Børs 28. september 2018 ([Vedlegg 11](#)) en fornyet uttalelse vedrørende spørsmålet om tilbudsplikt i Belships i forbindelse med nevnte transaksjon.

Oslo Børs var av den oppfatning at kontrollskifte ikke er det sentrale ved fusjonen og at transaksjonen ikke er strukturert med det formål å oppnå et kontrollskifte uten å utløse tilbudsplikt til øvrige aksjeeiere, og dermed at det ikke kan anses å foreligge en omgåelse av tilbudsplikten. Børsen kunne ikke se at de hovedhensyn som unntar fusjon fra tilbudspliktreglene ikke anses å være tilstede i dette konkrete tilfellet. Vilåret om "særlig tilfelle" i henhold til vphl. § 6-2 (2) ble dermed ikke ansett oppfylt. Det ble lagt til grunn at fusjonen vil bli gjennomført i tråd med aksje- og allmennaksjelovens alminnelige regler om fusjon med forutsetning om godkjenning av generalforsamlingen i de deltakende selskapene, og at aksjeeierne vil motta relevant og tilstrekkelig informasjon om den foreslåtte fusjonen gjennom dokumentasjon og prosedyrer for fusjon.

For fullstendighetens skyld opplyses at Oslo Børs i brev 16. august 2018 fra Arntzen de Besche på vegne av Tidships også har mottatt en anmodning om å foreta en vurdering hvorvidt styret i Belships

i prosessen frem til transaksjonen ble børsmeldt 6. juli 2018 har opptrådt i samsvar med likebehandlingsregelen i vphl. § 5-14 og børsens løpende forpliktelser punkt 2.1. Ettersom spørsmålet ikke omhandler vedtak om eventuell tilbudsplikt i Belships for Kontrari, men en vurdering av Belships' likebehandling av aksjeeierne i Selskapet, vil det ikke bli behandlet i og være del av dette vedtaket, siden parter og regler med vurderingstemaer, myndighet og sanksjoner med videre er ulikt. Det opplyses imidlertid at etter en grundig totalvurdering av omstendighetene rundt transaksjonen og Belships' handlingsalternativer sett i lys av forbudet mot urimelig forskjellsbehandling, har Oslo Børs i brev 21. desember 2018 konkludert med at det ikke er grunnlag for å overprøve Belships' vurdering av at transaksjonen totalt sett var saklig begrunnet i Belships' og aksjeeiernes felles interesse.

### **3. Faktiske forhold**

Oslo Børs har basert sin vurdering på følgende faktiske forhold:

#### Generelt

I forbindelse med Belships' fremleggelse av resultatet for Q4 2017 den 16. februar 2018 opplyste Selskapet at Sonata (kontrollert av Sverre J. Tidemand), Belships' største aksjeeier med 67,05 % og styrelederverv i Belships, hadde informert styret i Selskapet, at han vurderte sitt langsiktige eierskap i Belships. Selskapet opplyste at de i samråd med Sonata hadde utpekt ABG Sundal Collier som finansiell rådgiver for å evaluere strategiske alternativer.

AS Consensio, et heleid datterselskap av Tidships, annonserte 13. juni 2018 fremsettelse av et frivillig tilbud på alle utestående aksjer i Belships med tilbudspris NOK 5,50. Tilbudet ble fremsatt 28. juni 2018. 6. juli 2018 kunngjorde styret i Belships (Vedlegg 12) at det ikke anbefalte budet og at styret hadde blitt informert om at Sonata ikke ville akseptere tilbudet. Tilbudet ble ikke gjennomført.

#### Om transaksjonen

Ved børsmelding 6. juli 2018 opplyste Belships (Vedlegg 13) at styret hadde vurdert forskjellige strategiske alternativer sammen med sin finansielle rådgiver ABG Sundal Collier, og den planlagte transaksjonen ble presentert. Selskapets største aksjeeier, Sonata, hadde akseptert et tilbud fra Kontrari (selskaper kontrollert av Frode Teigen med familie).

Kontrari AS og Kontrazi AS anses konsolidert, ettersom selskapene har samme eier, ledelse, styre og forretningssted og det foreligger et forpliktende samarbeid selskapene i mellom, jf. vphl. §§ 6-5, jf. 2-5.

Ytterligere informasjon om transaksjonen er senere gitt av Belships, hovedsakelig i utvidet melding av 4. oktober 2018 (Vedlegg 14), innkalling til ekstraordinær generalforsamling med fusjonsplan av 5. oktober 2018 (Vedlegg 15) og informasjonsdokument av 22. oktober 2018 (Vedlegg 16), som ligger til grunn for fremstillingen nedenfor.

Transaksjonen består av to steg, og innebærer at (i) Kontrari AS kjøper 14 285 714 av aksjene i Belships (tilsvarende 30,2 %) fra Sonata til en pris på NOK 7 per aksje, tilsammen NOK 100 millioner og (ii) holdingselskapene i Lighthouse-konsernet; LHS Holdco AS, LHS Holdco II AS, LHN HoldCo 1 AS og LHN HoldCo 2 AS ("Lighthouse-selskapene") fusjoneres inn i Belships-konsernet mot utstedelse av aksjer i Belships. Lighthouse-konsernet er kontrollert av Kontrari.

Før fusjonen eide Kontrari selskaper som direkte og indirekte eier 80 % av aksjene i Lighthouse Shipholding AS som eier fem ultramax tørrbulk skip og 82,5 % av aksjene i Lighthouse Shipholding II AS som eier fire supramax tørrbulk skip, samt 50,01 % av supramax operatør Lighthouse Navigation Pte. Ltd.

Lighthouse-selskapene er holdingselskaper etablert for å eie aksjer i Lighthouse Shipholding AS, Lighthouse Shipholding II AS og Lighthouse Navigation Pte. Ltd.

Det er gjennomført en gjensidig juridisk og finansiell due diligence i forbindelse med fusjonen. 4. oktober 2018 vedtok og signerte styrene i Belships ASA, Belships Chartering AS og Lighthouse-selskapene fusjonsplanen, og samme dag ble aksjekjøpsavtalen undertegnet av Sonata og Kontrari AS. Fusjonen foretas i overensstemmende med reglene i allmennaksjeloven kapittel 13. Fusjonen gjennomføres som en såkalt trekantfusjon, jf. allmennaksjeloven § 13-2 (2), som innebærer at Belships' datterselskap Belships Chartering AS overtar Lighthouse-selskapenes eiendeler og gjeld, rettigheter og forpliktelser i sin helhet, og som vederlag mottar aksjeeierne i Lighthouse-selskapene aksjer i Belships ved forhøyelse av aksjekapitalen.

Belships og Kontrari er enige om et bytteforhold i fusjonen som innebærer at Kontrari etter aksjekjøpet og fusjonen vil eie 68,78 % av aksjene i Belships. Bytteforholdet i fusjonen er basert på en verdivurderingsprosess hvor samtlige av partenes skip er verdsatt av flere uavhengige skipsmeglere, mens management-selskapene er verdsatt basert på en gjennomsnittlig EBITDA de siste fem årene med en x5 multiplert justert for netto gjeld. I fusjonsplanen er det en nærmere redegjørelse for prinsipper for verdsettelsen. Verdivurderingsrapportene for skipene er vedlagt fusjonsplanen.

Bytteforholdet i fusjonen er basert på en egenkapitalverdi for Belships på USD 37,66 millioner, tilsvarende NOK 6,60<sup>161</sup> per aksje.

Styret i Belships har gitt uttrykk for, jf. innkalling til ekstraordinær generalforsamling punkt 4, at:

- fusjonen kommersielt sett er svært godt begrunnet, og vil gi synergier i form av forbedret kostnadseffektivitet, og i tillegg legge til rette for videre vekst,
- det ved fusjonen etableres en mer slagkraftig enhet med en flåte på 16 skip med et økt inntjeningspotensial,
- fusjonen også vil danne grunnlaget for at likviditeten i Belships-aksjen på sikt kan bedres, noe som igjen vil gi Belships større fleksibilitet og muligheter til kapitaltilgang, og
- bytteforholdet i fusjonen etter styrets syn er korrekt og reflekterer markedsverdien til de selskapene som deltar i fusjonen.

Fusjonen innebærer ikke noen skattemessige konsekvenser for norske aksjeeiere i Belships. Ansatte i Lighthouse-selskapene vil indirekte overføres til Belships som følge av fusjonen, og fusjonen får ingen innvirkning på ansettelsesforholdet til ansatte i Belships-konsernet.

### Gjennomføring av transaksjonen

Fusjonsplanen og kapitalforhøyelsen i forbindelse med fusjonen ble godkjent i ekstraordinær generalforsamling i Belships 26. oktober 2018 (Vedlegg 17 - protokoll) med nødvendig flertall - 82,40 % for og 17,60 % mot vedtaket. 85,83 % av aksjekapitalen var representert på generalforsamlingen.

Aksjetransaksjonen, som var betinget av godkjenning av fusjonsplan og kapitalforhøyelse på ekstraordinær generalforsamling i Belships, ble gjennomført tre virkedager etter generalforsamlingen, altså 31. oktober 2018 (Vedlegg 18 - børs melding). Kontrari AS kjøpte 14

---

<sup>161</sup> Basert på vekslingskurs USDNOK 8,1921 den 3. oktober 2018 og Belships egne aksjer holdt utenfor

285 714 aksjer i Belships (tilsvarende 30,2 %) fra Sonata, for NOK per aksje, totalt NOK 100 millioner. Sonata har med det redusert sin beholdning i Belships til 17 461 778 aksjer (tilsvarende 36,9 % før kapitalforhøyelse).

Fusjonen var betinget av flere forhold, blant annet av godkjenning av generalforsamlinger, nødvendige tredjeparts godkjenninger, godkjenning fra Oslo Børs om fortsatt notering, utløp av kreditorperiode, fravær av "material adverse changes", gjennomført aksjesalg og at uttalelse fra Oslo Børs av 28. september 2018 vedrørende tilbudsplikt ikke blir trukket tilbake eller endret og at det ikke er tatt rettslige skritt for å angripe denne uttalelsen.

10. desember 2018 meldte Belships (Vedlegg 19) at alle betingelser for fusjonen er oppfylt og at gjennomføring av fusjonen er registrert i Foretaksregisteret samme dag, samt at Belships har utstedt 127 765 993 vederlagsaksjer slik at det nå er 175 117 993 aksjer i Selskapet.

Etter gjennomføring av transaksjonen har antallet aksjer i Belships økt fra 47 352 000 aksjer til 175 117 993 aksjer, der Kontrari AS og Kontrazi AS på konsolidert basis innehar 68,78 % og Sonata 9,97 %.

Det har ikke tilkommet nye opplysninger i saken i forhold til temaer som er relevant for vurdering av tilbudsplikt siden børsens uttalelse 28. september 2018. Etter det tidspunkt har det skjedd en del faktiske forhold i saken, som vedtakelse av fusjonsplan og gjennomføring av transaksjon med videre, som gjennomgås i saken.

#### **4. Lovbestemmelser**

Vphl. § 6-1 (1), 1. pkt.:

*"Den som gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer mer enn 1/3 av stemmene i et norsk selskap hvis aksjer er notert på norsk regulert marked (notert selskap), plikter å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet."*

Vphl. § 6-2 (1) og (2):

*"(1) Tilbudsplikt etter § 6-1 og § 6-6 inntreffer ikke ved erverv i form av*

*1. arv eller gave,*

*2. vederlag ved skifte eller*

*3. vederlag ved fisjon eller fusjon av aksjeselskap eller allmennaksjeselskap.*

*(2) Tilbudsmyndigheten kan i særlige tilfeller pålegge tilbudsplikt ved erverv som nevnt i første ledd."*

#### **5. Anførsler**

##### **5.1 Tidships' anførsler**

Tidships hevder at det foreligger "særlige tilfelle" ved fusjonen som innebærer at børsen skal pålegge tilbudsplikt.

Tidships har tidligere i saken, i forbindelse med børsens uttalelse 28. september 2018, anført følgende (det som fortsatt anses relevant):

Etter Tidships' syn er det grunn til å reise spørsmål om transaksjonen er strukturert med det formål å oppnå et kontrollskifte i Belships uten å utløse tilbudsplikt til øvrige aksjeeiere på NOK 7 per aksje.

Det påpekes at dersom en legger til grunn en markedspris på NOK 7 innebærer dette at verdien av de innfusjonerende selskapene vil utgjøre i overkant av NOK 900 millioner, tilsvarende 3,5 ganger markedsverdien av Belships. Unntak fra tilbudsplikt hviler på en forutsetning om at fusjonen er riktig priset.

Tidships anfører at det i dette tilfellet foreligger en kontrollpremie som ikke kommer øvrige aksjeeiere til gode, ved at Belships utsteder inntil 127 765 993 nye aksjer som vederlagsaksjer, samtidig som Sonata mottar NOK 7 per aksje. Etter Tidships vurdering innebærer dette en premie på 32 % regnet opp mot sluttkurs før annonsering (NOK 5,46). Grunnhensynet bak tilbudspliktreglene er å sikre at alle aksjeeierne i et selskap får sin andel av en eventuell kontrollpremie.

Aksjesalget og fusjonen fremtrer som gjensidig betingede transaksjoner der aksjesalget ikke vil bli gjennomført med mindre fusjonen godkjennes og omvendt. Tidships mener derfor at de to transaksjonene må sees samlet når det skal vurderes om foreligger "særlige tilfelle" som medfører at tilbudsmyndigheten kan pålegge tilbudsplikt. Kontrollskiftet utgjør etter Tidships' syn det sentrale elementet ved vurderingen av om det foreligger "særlige tilfelle". Ved å strukturere kontrollskiftet dels som et aksjekjøp og dels som en fusjon, har en søkt å omgå tilbudsplikten samtidig som man oppnår det tilsiktede kontrollskiftet. Kontrari har gjennom prosessavtalen sikret seg at aksjekjøpet ikke vil finne sted uten at også fusjonen gjennomføres, og slik sett har Kontrari sikret seg at Sonata vil stemme gjennom fusjonen. At prosessavtalen ikke er inngått med Belships men Sonata alene, samt at aksjesalget og fusjonen omtales samlet som transaksjonen taler for at kontrollskiftet er det sentrale og ikke fusjonen i seg selv. Det påpekes av Tidships at kjøperen ved gjennomført transaksjon på utvannet basis vil ende opp på samme kontrollnivå som selgeren av aksjene (før transaksjonen). Det er også en forutsetning etter prosessavtalen at transaksjonen ikke utløser tilbudsplikt overfor øvrige aksjeeiere i Belships, og etter Tidships' syn illustrer det at unngåelse av tilbudsplikt har vært et sentralt tema mellom partene i struktureringen av kontrollskiftet. Der resultatet er et kontrollskifte og allerede ved aksjekjøpet betales for verdier som først vil kunne inntre etter fusjonen, kan avtalte rekkefølge uansett ikke få avgjørende betydning. Slike tilfeller må etter Tidships' syn ligge i kjernen av de tilfeller "særlig tilfelle" bør ramme. Det påpekes at dersom aksjekjøpet hadde funnet sted etter gjennomføring av fusjonen ville tilbudsplikt ha inntruffet der høyeste av fusjonsvederlaget og vederlaget i aksjekjøpet ville blitt tilbudspris.

Tidships mener de spesielle omstendighetene i saken utgjør et "særlige tilfelle" slik at tilbudsplikt bør pålegges for vern av minoritetsaksjeeierne, og at de hensyn som unntar erverv ved fusjon fra tilbudsplikten etter Tidships' syn ikke er tilstede i dette konkrete tilfellet. En særlig omstendighet er at etterfølgende generalforsamlingsbeslutning vedrørende fusjonen ikke innebærer noen reell beskyttelse for minoriteten. Informasjon om fusjonen og verdsettelsesprinsipper innebærer ikke noen ytterligere beskyttelse for minoritetsaksjeeierne all den tid selgende aksjeeier, med 67,05 % av aksjene på tidspunktet for generalforsamlingen, alene kan stemme gjennom fusjonen i generalforsamlingen. Siden Sonata ikke avstår fra å stemme i den ekstraordinære generalforsamlingen som skal behandle fusjonen, er minoritetsaksjeeierne kun beskyttet av forbudet mot myndighetsmisbruk i allmennaksjeloven og verdipapirhandelens forbud mot usaklig forskjellsbehandling.

#### I Tidships' krav om pålegg av tilbudsplikt av 14. november 2018 anføres:

Det anføres at det foreligger særlige grunner for å pålegge tilbudsplikt.

Det vises for det første til at transaksjonen er initiert av Sonata med et uttalt formål om å vurdere sin langsiktige eierstrategi. For det andre vises det til at fusjonen skjer som et ledd i en avtale som omfatter salg av aksjer under tilbudspliktterskelen til en betydelig kontrollpremie/såkalt "merpris". For det tredje at aksjesalget er betinget av at det gjennomføres en fusjon rettet mot kjøper av

aksjene som formodentlig ikke vil utløse tilbudsplikt, hvorpå kjøperen ved gjennomført transaksjon vil ende opp på samme kontrollnivå som selgeren av aksjene (før transaksjonen).

Videre er Tidships' syn at ingen av forutsetningene som betinger unntak fra tilbudsplikt ved fusjon etter forarbeidene er tilstede i saken. Det vises for det første til at et unntak fra tilbudsplikt hviler på en forutsetning om at fusjonen er riktig priset, men at verdsettelsen fastsetter en verdi av Belships som i praksis ikke har gjenspeilet seg i markedsverdien av Selskapet siden 2014. For det andre vises det til forutsetningen om at fusjonen vedtas med gyldig flertall i medhold av allmennaksjelovens regler, men at Sonata har positiv kontroll i Selskapet, har bundet opp sin vedtakskompetanse gjennom en fordelaktig aksjekjøpsavtale og har følgelig tilnærmet egenhendig vedtatt gjennomføring av fusjonen i Selskapet. For det tredje vises det til forutsetningen om at det ikke betales noen kontrollpremie og at vederlagsaksjer tilfaller de innfusjonerende partene på like vilkår, men Kontrari (som mottar 83 % av vederlagsaksjene i fusjonen) har samtidig betalt en betydelig merpris til Sonata for aksjene i Belships for å sikre at fusjonen kan gjennomføres.

Tidships viser til oppmøteprosent og stemmefordeling på Selskapets ekstraordinære generalforsamling 26. oktober 2018 der fusjonsplanen ble vedtatt. Totalt var 85,83 % av aksjekapitalen i Selskapet representert på generalforsamlingen. Fusjonen ble vedtatt med 82,40 % av den fremmøtte aksjekapitalen, derav representerte Sonata 78,11 %. 17,59 % av den fremmøtte aksjekapitalen stemte mot fusjonen. Tidships anfører at når en hensyntar at Sonata gjennom avtalen med Kontrari har forpliktet seg til å stemme for fusjonen, så innebærer det i realiteten at det bare er aksjeeiere som representerer 4,28 % av de fremmøtte aksjene som støtter fusjonen mot 17,59 % som stemte mot fusjonen. Dette sammen med at stemmeretten til Sonata allerede var bundet opp gjennom en svært fordelaktig aksjekjøpsavtale med en avtalt kjøpesum som langt overstiger både markedskurs og den verdsettelsen av Belships som ligger til grunn for bytteforholdet i fusjonen, trekker klart i retning av at vedtakelsen i generalforsamlingen ikke kan tillegges vekt i spørsmålet om tilbudsplikt og at det dermed foreligger særlige grunner som tilsier at tilbudsplikt må pålegges ved gjennomføring av fusjonen.

Videre viser Tidships til at i fusjonen verdsettes Belships til NOK 6,60 per aksje mens den avtalte kursen i aksjekjøpet er NOK 7 per aksje. Markedet har vurdert verdien av aksjene i Belships til å utgjøre over NOK 6 per aksje ved to anledninger siden mars 2014. Unntaket er 31. oktober 2018 når Kontrari kjøper aksjene fra Sonata til NOK 7 per aksje. Volumvektet gjennomsnittskurs har oversteget NOK 6 per aksje kun ved to anledninger de siste fem årene, henholdsvis 20. og 21. mars 2017. Faktiske forhold trekker klart i retning av at verdien av Belships i fusjonen og i aksjekjøpet er fastsatt til et betydelig høyere nivå enn hva markedets vurdering av Belships tilsier. Videre overstiger det avtalte vederlaget i aksjetransaksjonen klart markedskursen på aksjene, prisen på NOK 7 per aksje er det høyeste som har vært betalt for aksjene i Belships de siste fem årene. Dette trekker klart i retning av at det er betalt en kontrollpremie for aksjene som er ervervet fra Sonata.

## **5.2 Øvrige minoritetsaksjeeieres anførsler**

De enkelte minoritetsaksjeeierne i Belships, opplistet i pkt. 1 over, har i tilnærmet likelydende brev til Oslo Børs sluttet seg til Tidships' krav om at børsen pålegger Kontrari tilbudsplikt til NOK 7 per aksje ved gjennomføringen av vedtatt fusjon med Belships.

Kravet er begrunnet i at omstendighetene rundt fusjonen tilsier at det foreligger særlige grunner til å pålegge tilbudsplikt, jf. vphl. § 6-2 (2). Dette som følge av at fusjonen er betinget av at det først finner sted et salg av aksjer til Kontrari, under tilbudsplikterskelen og til en betydelig merpris, samt at aksjesalget igjen er betinget av at fusjonen med Kontraris datterselskaper ikke utløser tilbudsplikt.



Gudmund Joar Bratrud på vegne av Regent AS, anfører i tillegg til ovennevnte at på grunn av samtidighet må salg av aksjer og aksjer som fusjonsvederlag ses i sammenheng og grensen for tilbudsplikt er derfor overskredet.

For ytterligere begrunnelse vises det til brev fra Arntzen de Besche på vegne av Tidships 14. november 2018.

### **5.3 Kontraris anførsler**

Kontrari hevder at det ikke foreligger "særlige tilfelle" ved fusjonen som innebærer at børsen ikke skal pålegge tilbudsplikt.

Kontrari har tidligere i saken, i forbindelse med børsens uttalelse 28. september 2018, anført følgende (det som fortsatt anses relevant):

Aksjeeierne får forelagt grundig dokumentasjon på hvordan bytteforholdet er fastsatt gjennom fusjonsplanen og tilhørende dokumenter, herunder uavhengige sakkyndige redegjørelser i henhold til allmennaksjeloven.

Det påpekes i den sammenheng at bytteforholdet i fusjonen beregnes etter markedsmessige prinsipper. Verdsettelsen av selskapene i fusjonen er basert på de samme prinsippene, og verdien av Belships således ikke basert på børskurs. Samtlige skip i fusjonen er taksert av Fearnleys. Det finnes verdier og bytteforhold med antall vederlagsaksjer. Dette viser at bytteforholdet vil bli fastsatt i tråd med markedsmessige betingelser. Forutsetning er at de sakkyndige redegjørelsene i fusjonen etter allmennaksjeloven § 13-10 bekrefter at vederlaget til aksjeeierne er rimelig og saklig begrunnet.

Kontrari påpeker at merprisen som betales i aksjekjøpet ikke er en kontrollpremie, men et tillegg for den verdiøkningen fusjonen forventes å medføre for det sammenslåtte selskapet. Merprisen er begrunnet i de synergiene fusjonen medfører for det sammenslåtte selskapet og den positive effekten det antas å ville ha på Selskapets stilling. NOK 7 reflekterer således partenes oppfatning om verdien på aksjene i det sammenslåtte selskapet og kan ikke sammenlignes med børskursen da avtalen ble inngått. Den forventede styrkingen av Selskapets stilling som følge av fusjonen vil komme alle Selskapets aksjeeiere til gode. Isolert sett ville en ren fusjon gitt Kontrari ca. 61 % av aksjene i Belships. At Kontrari overtar kontroll over Belships er en konsekvens av bytteforholdet i fusjonen. Det hevdes at Sonata ikke har noen egeninteresse i fusjonen. Kontraris intensjon på sikt er å redusere sin eierandel i Belships i retning 30-50 % for å bidra til økt likviditet i aksjen. Bakgrunnen for aksjekjøp i tillegg til fusjonen er ikke at Kontrari skal oppnå kontroll, men Sonatas ønske om å selge seg ned. Kontrari anfører at så lenge betingelsene i fusjonen er markedsmessige og fusjonen gjennomføres etter allmennaksjelovens regler vil det ikke foreligge særlige grunner som gjør at børsen kan pålegge tilbudsplikt. Det er uten betydning for vurderingen av "særlig tilfelle" hvilken pris som betales i et parallelt aksjekjøp, herunder der kjøpet verdsetter aksjene høyere enn i fusjonen. Det gjelder selv der de to transaksjonene er gjensidig betingede. En aksjetransaksjon kombinert med en fusjon er ikke en uvanlig struktur, men eierandelen i aksjetransaksjonen og avstanden i tid mellom aksjetransaksjonen kan variere. Aksjetransaksjonen og fusjonen kan også rettslig eller faktisk være betinget av hverandre, men ikke nødvendigvis. Kontrari påpeker at rekkefølgen i transaksjonene har avgjørende betydning og i dette tilfellet vil aksjekjøpet bli gjennomført før fusjonen.

Hjemmelen for å pålegge tilbudsplikt ved fusjon er ment som en snever unntaksregel til bruk der det foreligger klar omgåelse av tilbudspliktreglene hvor aksjeeiernes interesser dessuten ikke er tilstrekkelig vernet av øvrig lovverk. Minoritetsaksjeeiernes interesser etter Kontraris oppfatning er tilstrekkelig vernet av allmennaksjelovens bestemmelser om fusjon. Det utarbeides redegjørelse av

uavhengig sakkyndig om fremgangsmåte ved fastsettelse av vederlag og vurdering om vederlaget er rimelig og saklig begrunnet, og erklæring om eiendeler Selskapet skal overta har en verdi som minst svarer til det avtalte vederlaget. Tidships mottar omfattende beslutningsgrunnlag før generalforsamlingen, og vil kunne fremme sine innvendinger slik de mener er mest hensiktsmessig. Styret i Belships var etter det Kontrari kjenner til ikke bundet seg til å inngå fusjonsplan med Lighthouse selskapene. Styret må vurdere om fusjonen, sett sammen med aksjekjøpsavtalen, samlet sett er i Selskapets og aksjeeierfellesskapets beste interesse, og om bytteforholdet er rimelig og saklig begrunnet.

Når det gjelder Sonatas kontroll på generalforsamlingen påpeker Kontrari at minoriteten er vernet av allmennaksjelovens regler, herunder forbud mot myndighetsmisbruk, og gjennom den omfattende dokumentasjon som må fremlegges for aksjeeierne før et fusjonsvedtak kan fattes. Det at en stor aksjeeier kan stemme gjennom fusjon på generalforsamling på egenhånd kan ikke medføre at det foreligger særlige grunner til å pålegge tilbudsplikt ved fusjon.

Kontrari påpeker at fusjonen er industrielt godt begrunnet ved at flåter av samme type slås sammen og der rederiene Belships og Lighthouse har komplementerende management funksjoner (den ene teknisk og den andre operasjonelt management). Således er dette ingen transaksjon hvor formålet er å sikre Kontrari kontroll i Belships uten at det utløses tilbudsplikt, så det er ingen omgåelse av tilbudsplikten.

#### I Kontraris merknader av 22. november 2018 til krav om pålegg av tilbudsplikt anføres:

Det bemerkes at de følgende merknader er drøftet med Belships og kan anses som felles merknader fra Kontrari og Belships.

Kontrari forstår det slik at Tidships anfører at vedtaket i generalforsamlingen 26. oktober 2018 ikke er gyldig vedtatt og derfor ikke kan tillegges vekt i tilbudspliktsammenheng. Kontrari mener anførselen er uforståelig ettersom en aksjeeier ikke blir inhabil til å stemme over en sak på generalforsamlingen selv om denne har en egeninteresse i utfallet av saken, og fusjonen er derfor lovlig vedtatt. Videre påpekes det at det var styret i Belships som fremmet forslag om fusjonen, basert på en vurdering av hva som best ivaretar selskapets og aksjeeierfellesskapets interesser. Bytteforholdet i fusjonen var fremforhandlet etter en omfattende prosess og uavhengig revisor avga en erklæring om at bytteforholdet var rimelig og saklig begrunnet. Som tidligere anføres at minoritetsaksjeeiernes interesser er vernet av verdipapir- og selskapsrettens regler om henholdsvis likebehandling og myndighetsmisbruk.

Kontrari påpeker at Tidships-anførselen om at fusjonen ikke er riktig priset fordi verdivurderingen i fusjonen avviker fra børskursen på Belships-aksjen etter deres oppfatning bygger på feil forståelse av hva som ligger i forutsetningen om at transaksjonen skal være riktig priset. Vurderingstemaet er om det relative bytteforholdet mellom partene i fusjonen er riktig, og ikke om verdivurderingen av den ene parten i fusjonen sammenfaller med børskursen på det aktuelle tidspunktet. Børskursen til Belships reflekterer ikke selskapets verdier og at likviditeten i aksjen var og fortsatt er lav. Det er ikke uvanlig at man i forbindelse med et oppkjøp eller en fusjon beregner en annen substansverdi av et selskap enn det børskursen viser. I den forbindelse noteres at Tidships, etter at markedet og aksjeeierne har fått tilgang til de underliggende verdivurderingene, herunder takster per skip, ikke har stilt spørsmål ved verdivurderingene som sådan og dermed ikke synes å bestride at bytteforholdet i fusjonen er markedsmessig.

## **6. Vurdering**

## 6.1 Utgangspunkter for vurderingen

Som nevnt over har det ikke tilkommet nye opplysninger i saken i forhold til temaer som er relevant for vurdering av tilbudsplikt siden børsens uttalelse 28. september 2018. Etter det tidspunkt har det skjedd en del faktiske forhold i saken, som vedtakelse av fusjonsplan og gjennomføring av transaksjon med videre, som hensyntas i saken.

Fusjonen mellom datterselskap av Belships og datterselskap av Kontrari må vurderes i sammenheng med Kontraris kjøp av Belships-aksjer fra Sonata.

Belships har ikke flere aksjeklasser eller begrensninger i stemmeretten, så én aksje representerer én stemme.

Det første steget i transaksjonen er at Kontrari kjøper 14 285 714 Belships-aksjer, tilsvarende 30,2 %, fra Sonata for NOK 7 per aksje, totalt NOK 100 millioner. Siden Kontrari, gjennom dette kjøpet, blir eier av mindre enn 1/3 av stemmene i Belships utløses ikke tilbudsplikt etter vphl. § 6-1 (1).

Som følge av etterfølgende fusjon mellom datterselskap av Belships og datterselskap av Kontrari vil Kontrari AS og Kontrazi AS på konsolidert basis bli eier av 68,78 % i Belships etter gjennomføring av fusjonen. I utgangspunktet er passering av tersklene for tilbudsplikt ved fusjon unntatt fra tilbudsplikt etter vphl. § 6-2 (1) nr. 3.

Videre må det imidlertid vurderes om fusjonen må anses som et "særlig tilfelle" i henhold til vphl. § 6-2 (2) slik at tilbudsplikt likevel kan pålegges av børsen som tilbudsmyndighet.

En sentral problemstilling for å avgjøre om det må anses å foreligge et "særlig tilfelle" vil være hvorvidt kontrollskifte er det sentrale ved fusjonen og om transaksjonen er strukturert med det formål å oppnå et kontrollskifte uten å utløse tilbudsplikt, altså om det foreligger en omgåelse av tilbudsplikten.

Begrunnelsen for unntaket for vederlag ved fusjon i vphl. § 6-2 (1) nr. 3 er at de selskapsrettslige reglene innebærer tilstrekkelig vern for aksjeeierne i selskapene som ønskes fusjonert, samt at kontrollerende aksjeeier vil ha mottatt vederlagsaksjer på de samme betingelser som de øvrige aksjeeierne og det vil derfor ikke foreligge noen kontrollpremie som bør fordeles på de øvrige aksjeeierne, jf. NOU 1996:2 side 110.

Bestemmelsene i vphl. § 6-2 (1) og (2) viderefører tilsvarende regler som fulgte av verdipapirhandelloven av 1997 § 4-2 (1) og (3). Regelen om unntak for erverv ved arv eller gave, vederlag ved skifte eller vederlag ved fisjon eller fusjon av aksjeselskap ble foreslått i NOU 1996:2. Det ble samtidig foreslått at børsen i "særlige tilfeller" kan pålegge tilbudsplikt ved arv, gave og vederlag ved skifte. Imidlertid ble påleggshjemmelen ved vederlag ved fusjon eller fisjon først inntatt i Ot.prp. nr. 29 (1996-97) side 69 etter forslag fra Oslo Børs i høringsrunden. Børsen viste til at "*det også ved slike erverv kan tenkes konstruksjoner som bare er begrunnet i å unngå tilbudsplikt*". På bakgrunn av Oslo Børs' høringsuttalelse foreslo departementet at "*børsen i særlige tilfeller kan pålegge tilbudsplikt i forbindelse med alle de nevnte ervervsformer, dvs. også ved fusjon eller fisjon. Departementet antar at slikt pålegg i praksis vil være mest aktuelt i forbindelse med erverv i form av arv, gave eller skifte.*" Det fremgår av Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) side 364 at en tok sikte på en videreføring av tolkingen og praktiseringen av denne regelen i vphl. av 2007.

Børsens påleggshjemmel ved "særlige tilfeller" i vphl. § 6-2 (2) er etter forarbeidene ment som en sikkerhetsventil for å ramme de klare omgåelsestilfeller av tilbudsplikten. Slikt pålegg må eventuelt

begrunnes i at de hensyn som unntar det enkelte erverv fra tilbudspliktreglene, ikke anses å være tilstede i det konkrete tilfellet.

Børsen legger til grunn at det må foreligge sterke hensyn for å benytte påleggshjemmelen ved fusjon, jf. også børsens innspill i forarbeidene om at *“det også ved slike erverv kan tenkes konstruksjoner som bare er begrunnet i å unngå tilbudsplikt”*. Forutberegnelighet for aktørene vedrørende reglene om tilbudsplikt tilsier dette.

Det har i børsens praksis vært enkelte saker der børsens påleggshjemmel ved *“særlige tilfelle”* ved fusjon har vært vurdert, men hjemmelen har ikke vært benyttet, jf. blant annet Vedtak og uttalelser 2010 pkt. 8.2.4, 2011 pkt. 5.2.3 og 2016 pkt. 5.2.4.

For fullstendighetens skyld nevnes at i henhold til børsens praksis kommer fusjonsunntaket i vphl. § 6-2 (1) nr. 3 til anvendelse også ved trekantfusjon, altså der vederlag ytes av et morselskap av det overtakende selskap til det overdragende selskapet, jf. Vedtak og uttalelser 2001 pkt. 6.1.4.

For ordens skyld nevnes at en aksjeeier som passerer en terskel for tilbudsplikt ved fusjon og dermed ikke utløser tilbudsplikt, under enhver omstendighet vil utløse tilbudsplikt ved ethvert etterfølgende erverv, jf. vphl. 6-6 (2).

## **6.2 Nærmere om vurderingen**

Når det gjelder kontrollskifte så tilsier hovedhensynet bak reglene om tilbudsplikt at det også skal være exit-muligheter ved fusjoner. Hvis dette hadde vært gjenspeilet i loven, så hadde det vært tilbudsplikt også i fusjonstilfeller. Det er imidlertid et bevisst lovgivningsvalg at kontrollskiftetilfeller ved fusjon skal unntas fra tilbudsplikten. Det skal av den grunn foreligge sterke hensyn for at fusjon skal utløse tilbudsplikt. Tilbudsplikt er omfattende og kan være byrdefullt for aktørene, og det krever at reglene er forutberegnelige. Hvis imidlertid en fusjon gjennomføres først og deretter aksjekjøpet så vil det utløse tilbudsplikt.

Børsen er enig i at unntak fra tilbudsplikt ved fusjon hviler på forutsetning om at fusjonen er riktig priset. Belships har offentliggjort verddivurderinger og bytteforhold med antall vederlagsaksjer i fusjonen, som er grunnlag for vedtatt fusjonsplan i Selskapets generalforsamling. På basis av dette er det utarbeidet tilhørende dokumenter, herunder sakkyndige redegjørelser. Det bemerkes at Tidships ikke synes å stille spørsmål ved det som er fremlagt av verddivurderinger av skipene som sådan som er benyttet fusjonen.

Børsen har i utgangspunktet ikke noen synspunkter vedrørende fremlagte verddivurderinger og bytteforhold. Når det gjelder Belships' verdsettelse på NOK 6,60 i fusjonen og NOK 7 i aksjekjøpet er disse fastsatt noe høyere nivå enn markedets vurdering ut fra børskurs de senere år tilsier. For et selskap med relativt lite likviditet i aksjen vil det imidlertid ikke være uvanlig at børsverdien ikke gjenspeiler de underliggende verdiene i selskapet. I fusjonen er partenes skip verdsatt av flere uavhengige skipsmeglere, mens management-selskapene er verdsatt basert på en gjennomsnittlig EBITDA de siste fem årene med en x5 multiplert justert for netto gjeld. For børsen fremstår det at det har vært en forsvarlig prosess for å oppnå et forretningsmessig bytteforhold i fusjonen.

I denne transaksjonen er det et kontrollskifte fra én kontrollerende aksjeeier i Belships, Sonata med ca. 67,05 %, til én annen kontrollerende aksjeeier, Kontrari (altså Kontrari AS og Kontrazi AS på konsolidert basis) med 68,78 % etter transaksjonen. Isolert sett ville kun fusjonen, uten aksjekjøpet, gitt Kontrari ca. 61 % av aksjene i Belships, slik at bytteforholdet i fusjonen uansett ville medført en kontrollovergang. Transaksjonen er initiert av Sonata med uttalt formål om å vurdere sin langsiktige eierstrategi i Belships, men dette er ikke avgjørende for vurderingen av tilbudsplikt. Styret i Belships

har fremmet forslag om fusjonen basert på hva de hevder best ivaretar Selskapets og aksjeeierfellesskapets interesser, herunder at fusjonen kommersielt sett er godt begrunnet, vil gi forbedret kostnadseffektivitet, legger til rette for videre vekst, etablerer en mer slagkraftig enhet med økt inntjeningspotensial og danner grunnlaget for økt likviditet i aksjen som igjen vil gi Selskapet større fleksibilitet og muligheter til kapitaltilgang.

Aksjesalget og fusjonen er gjensidig betingede transaksjoner der aksjesalget ikke ville blitt gjennomført med mindre fusjonen godkjennes. Slik sett må aksjekjøpet og fusjonen vurderes i kombinasjon. Et kjøp av aksjer kombinert med en fusjon er ikke en uvanlig struktur. Børsens oppfatning er at transaksjonen virker å være tilpasset reglene om tilbudsplikt, men at det i seg selv ikke trenger å innebære noen omgåelse av reglene. Rekkefølgen er imidlertid avgjørende ved at aksjekjøpet ikke kan gjøres i tid etter en fusjon uten at det utløses eventuell tilbudsplikt etter reglene om etterfølgende erverv. I den sammenheng er børsen av det syn at en slik aksjetransaksjon og fusjon kan være betinget av hverandre uten å utløse tilbudsplikt, og kan ikke se at det er sentralt om verdsettelsen av aksjene er forskjellig i et aksjekjøp og fusjon. I relasjon til sistnevnte, synes heller ikke Tidships å legge vekt på at prisen i fusjonen anses å være NOK 6,60 per aksje mens prisen i aksjekjøpet er NOK 7 per aksje.

I aksjekjøpet mellom Sonata og Kontrari betales det NOK 7 per Belships aksje som innebærer ca. 28 % over sluttkurs før transaksjonen ble publisert 6. juli 2018 (NOK 5,46). Samtidig er aksjekjøpet til NOK 7 det høyeste som har vært betalt for aksjene i Belships de siste fem årene. En kontrollpremie innebærer at det ofte kan være slik at det å erverve så mange aksjer at en part oppnår kontroll bare kan oppnås ved å tilby en pris som overstiger børskursen. I denne fusjonen vil det uansett ikke være noen kontrollpremie som ikke kommer øvrige aksjeeiere i Belships til gode, men for aksjekjøpsdelen kan dette synes mer uavklart.

Børsen har i utgangspunktet forståelse for Tidships' anførsel om at det foreligger en kontrollpremie i dette tilfellet. Det er imidlertid her et spørsmål om hva Kontrari faktisk betaler NOK 7 per aksje for, om de betaler merprisen på NOK 1,54 for aksjer de tilsvarende kunne kjøpt billigere til NOK 5,46 (forutsatt tilgjengelighet) eller om de betaler for noe mer. Børskursen vil ikke nødvendigvis reflektere Selskapets underliggende verdier fullt ut, men det vil her i såfall også være tale om noe mer utover Belships' underliggende verdier. Av den grunn har børsen også forståelse for Kontraris anførsel om at merprisen på NOK 1,54 er begrunnet i synergien fusjonen medfører for det sammenslåtte selskapet og den positive effekten det antas å ville ha på Selskapets stilling, og at prisen på NOK 7 reflekterer partenes oppfatning om verdien på aksjene i det sammenslåtte selskapet og ikke kan sammenlignes med børskursen da avtalen ble inngått. I denne sammenheng må det også tillegges at Belships-aksjen er en meget illikvid aksje og det er vanskelig å få tak i et større antall aksjer i markedet uten at aksjekursen presses nevneverdig opp.

På bakgrunn av ovennevnte er børsen av den oppfatning at det ikke nødvendigvis foreligger en kontrollpremie i dette tilfellet, siden det betales for noe mer enn dagens verdier, og slik sett kan uansett en eventuell kontrollpremie ikke gis nevneverdig vekt. En eventuell kontrollpremie i et pliktig tilbud er ikke i seg selv avgjørende for en omgåelse av tilbudsplikten. Men fordeling av prisene på en serie transaksjoner kan vise om det sentrale ved fusjonen er en omgåelse. Der det sentrale er å oppnå kontroll uten å utløse tilbudsplikt, vil det være en omgåelse.

Det må videre vurderes om Kontrari med strukturen med dels et aksjekjøp og dels en fusjon har søkt å omgå tilbudsplikten samtidig som en oppnår et kontrollskifte.

Det viktige vil være om det er kontrollskiftet i seg selv eller de forretningsmessige vurderinger og betingelser ved fusjonen som er det sentrale elementet. For børsen fremstår det slik at Kontrari har sett hen til at aksjekjøpet og fusjonen kan gjennomføres uten å utløse tilbudsplikt, herunder at Kontrari har sikret seg at Sonata stemmer gjennom fusjonen, prosessavtalen er inngått med Sonata

og ikke Belships, det er en forutsetning etter avtalen at transaksjonen ikke utløser tilbudsplikt, aksjekjøpet og fusjon omtales samlet som transaksjonen, og at det ved aksjekjøpet betales for verdier som først vil inntre etter fusjonen.

Oslo Børs legger imidlertid til grunn at fusjonen slik den er beskrevet, og vurdert av Kontrari og Belships, virker å være industrielt godt begrunnet ved at flåter av samme type slås sammen og der rederiene Belships og Lighthouse har komplementerende management funksjoner; Belships med teknisk operasjon og bemanningsvirksomhet i Singapore og Lighthouse med kommersiell operasjon i Bangkok. Dette taler i retning av at transaksjonen ikke skal anses for å være strukturert for å omgå tilbudsplikten.

Videre legger børsen i sin vurdering til grunn at betingelsene i fusjonen er forretningsmessige og at den er gjennomført etter allmennaksjelovens regler, blant annet for å sikre de minoritetsinteressers fusjonsreglene er ment å beskytte. Børsen legger derav til grunn at bytteforholdet i fusjonen er beregnet etter forretningsmessige betingelser, herunder at verdsettelsen av selskapene i fusjonen er basert på de samme prinsippene og en forutsetning om at de sakkyndige redegjørelsene i fusjonen etter allmennaksjeloven § 13-10 bekrefter at vederlaget til aksjeeierne er rimelig og saklig begrunnet. Børsen har ingen indikasjoner på at disse forhold ikke er oppfylt ved gjennomført fusjon.

85,83 % av aksjekapitalen var representert på den ekstraordinære generalforsamlingen i Belships 26. oktober 2018, og 82,40 % av representert aksjekapital stemte for fusjonen og 17,60 % mot fusjonen. Kravet om to tredjedels flertall for å vedta fusjon etter loven var oppfylt. Sonata var eier av 67,05 % av aksjene i Belships på tidspunktet for generalforsamlingen og kunne egenhendig stemme gjennom fusjonen fra Belships' side. Vedtaket er selskapsrettslig gyldig, og må etter børsens oppfatning også vektlegges i vurderingen av tilbudsplikt, så lenge betingelsene i fusjonen er forretningsmessige og den gjennomføres etter allmennaksjelovens regler. Minoritetsaksjeeierne er beskyttet av forbudet mot myndighetsmisbruk i allmennaksjeloven og krav om likebehandling av aksjeeiere.

Samlet sett er Oslo Børs, basert på ovennevnte, av den oppfatning at kontrollskifte ikke er det sentrale ved fusjonen og at transaksjonen ikke er strukturert med det formål å oppnå et kontrollskifte uten å utløse tilbudsplikt til øvrige aksjeeiere i Belships, og dermed at det ikke kan anses å foreligge en omgåelse av tilbudsplikten. Børsen kan ikke se at de hovedhensyn som unntar fusjon fra tilbudspliktreglene ikke anses å være tilstede i dette konkrete tilfellet.

Vilkåret om "særlig tilfelle" i henhold til vphl. § 6-2 (2) anses dermed ikke oppfylt.

Det legges til grunn at fusjonen er gjennomført i tråd med aksje- og allmennaksjelovens alminnelige regler om fusjon, med godkjenning av generalforsamlingen i de deltakende selskapene, og at aksjeeierne har mottatt relevant og tilstrekkelig informasjon om fusjonen gjennom dokumentasjon og prosedyrer for fusjon.

## **7 Vedtak**

Basert på ovennevnte opplysninger Oslo Børs ASA har fått presentert, så er børsens konklusjon at det ikke foreligger et "særlig tilfelle" ved fusjon, og det fattes derved følgende vedtak:

"Kontrari AS og Kontrazi AS kan ikke pålegges tilbudsplikt i Belships ASA som følge av fusjon etter vphl. § 6-2 (2), jf. § 6-2 (1) nr. 3."

Vedtaket kan påklages til Børsklagenemnden i henhold til børsforskriften kapittel 8. Klagefrist er to uker.