

PROTOKOLL FRA STYREBEHANDLING I OSLO BØRS ASA 23. SEPTEMBER 2015

SPAREBANK 1 ØSTFOLD AKERSHUS: RETTET EMISJON – LIKEBEHANDLING

1. Innledning

Saken gjelder spørsmålet om SpareBank 1 Østfold Akershus («**Banken**») har opptrådt i strid med verdipapirhandelloven («**vphl.**») § 5-14, jf. også Oslo Børs' løpende forpliktelser («**LF**») pkt. 2.1, ved gjennomføring av emisjon med utstedelse av 1.666.666 nye egenkapitalbevis til en tegningskurs på NOK 105 per egenkapitalbevis rettet mot fire av bankens eksisterende egenkapitalbevisiere («**rettet emisjon**»). Sluttkursen for egenkapitalbevisene siste handelsdag før offentliggjøring av den rettede emisjonen (20. mai 2015) var NOK 146,50.

Børsen har vurdert den rettede emisjonen i lys av det verdipapirrettslige likebehandlingsprinsippet i vphl. § 5-14. Bestemmelsen inneholder et forbud mot forskjellsbehandling som ikke er saklig begrunnet ut fra selskapet og innehavernes felles interesse. Det er inntatt en identisk regel om likebehandling i LF pkt. 2.1. I Børssirkulære 2/2014 har Børsen detaljert redegjort for sin forståelse av likebehandlingsprinsippet, med det formål å gi utstedere veiledning med hensyn til innholdet i og rekkevidden av likebehandlingsregelen med særlig vekt på gjennomføringen av rettede emisjoner.

2. Kort om selskapet

SpareBank 1 Østfold Akershus er en selvstendig bank i SpareBank 1 Alliansen og har i dag ni kontorer. Banken tilbyr alle finansielle produkter og tjenester til personmarkedet, samt små og mellomstore bedrifter og er registrert i Foretaksregisteret med organisasjonsnummer 837 884 942.

Egenkapitalbevisene i SpareBank 1 Østfold Akershus har vært notert på Oslo Børs siden 1. november 2005 med ticker SOAG. Det ble omsatt 64.815 egenkapitalbevis i 2. kvartal 2015 til en verdi av NOK 8.783.694. Det ble gjennomført 129 handler i 2. kvartal 2015. Selskapet hadde pr. 25. august 2015 totalt 901 egenkapitalbevisiere.

Sparebankstiftelsen Østfold Akershus og Sparebankstiftelsen Halden er Bankens største egenkapitalbevisiere, og eide på tidspunktet for den rettede emisjonen til sammen 84,15 % av Bankens egenkapitalbevis (heretter sammen benevnt «**Sparebankstiftelsene**»).

3. Sakens bakgrunn

I sitt brev av 5. juni 2015, se [Vedlegg 1](#), har Banken opplyst at det ble påbegynt en emisjonsprosess i midten av februar 2015 grunnet et behov for å styrke Bankens rene kjernekapital. Det innledende forslaget fra Bankens administrasjon var å foreta en emisjon i størrelsesordenen NOK 200-250 millioner. SpareBank 1 Markets og Arctic Securities AS bisto Banken som tilretteleggere i emisjonsprosessen («**Tilretteleggerne**»). Sparebankstiftelsene ble inkludert i emisjonsprosessen på et tidlig tidspunkt.

3.1 Nærmere om hendelsesforløpet

Banken opplyser at det ble avholdt et møte med Sparebankstiftelsene den 16. mars 2015 hvor ulike emisjonsmodeller ble gjennomgått. I følge Banken hadde Sparebankstiftelsene (og i første rekke

Sparebankstiftelsen Østfold Akershus) klare synspunkter rundt gjennomføring av en emisjon, herunder pris, og disse var også negative til at kapitalinnhentingene skulle gjennomføres som en fortrinnsrettsemisjon.

I begynnelsen av april 2015 oppsto det ifølge Banken igjen diskusjon mellom Tilretteleggerne og Sparebankstiftelsen Østfold Akershus. I midten av april 2015 hadde de to Sparebankstiftelsenes styre vedtatt å tegne egenkapitalbevis for til sammen NOK 130 millioner av et antatt emisjonsbehov på NOK 150-175 millioner, med en reparasjonsemisjon på ca. NOK 25 millioner. Sparebankstiftelsen Østfold Akershus ville tegne seg for NOK 70 millioner (NOK 37,4 millioner mindre enn det som var nødvendig for å opprettholde sin eierandel), mens Sparebankstiftelsen Halden ville tegne seg for NOK 60 millioner kroner (NOK 4 millioner mindre enn det som var nødvendig for å opprettholde sin eierandel). Tegningene skulle endelig besluttes på generalforsamlinger i Sparebankstiftelsene den 20. mai 2015.

Den 6. mai 2015 besluttet styret i Banken at det skulle gjennomføres en rettet emisjon, med bestillingsperiode mellom 13. mai 2015 og 20. mai 2015, se styreprotokoll inntatt som Vedlegg 2. Tegningskursen ble satt til NOK 105 per egenkapitalbevis. Gjennomføring av den rettede emisjonen var betinget av styrets godkjenning, nødvendige vedtak fra representantskapet om forhøyelse av eierandelskapitalen og tillatelse fra Finanstilsynet.

I henhold til opplysninger mottatt fra Banken ble det i samråd med Tilretteleggerne bestemt at de fem største egenkapitalbevisiere skulle inviteres til å delta i den rettede emisjonen. Pareto AS («**Pareto**»), som hadde en eierandel i Banken på 0,74 %, stilte som betingelse at de måtte tilbys en allokering på mellom NOK 30-45 millioner dersom de skulle være villige til å delta i en emisjon. MP Pensjon PK («**MP Pensjon**») (0,99%) la inn en bestilling på NOK 15,75 millioner. Den tredje største egenkapitalbevisieren, Verdipapirfondet Eika utbytte, ble også kontaktet, men ønsket ikke å motta insideinformasjon og mottok derfor ikke tilbud om å delta i den rettede emisjonen. Sammen med tegningene fra Sparebankstiftelsene, ble det dermed mottatt tegninger for til sammen minimum NOK 175 millioner, som ble ansett som tilstrekkelig. Endelig styrevedtak om rettet emisjon ble truffet 20. mai 2015, se Vedlegg 3.

Torsdag 21. mai 2015 offentliggjorde Banken børs melding om at styret hadde vedtatt en rettet emisjon med bruttoproveny på om lag NOK 175 millioner rettet mot norske institusjonelle og profesjonelle investorer med utstedelse av 1.666.666 nye egenkapitalbevis, til en tegningskurs på NOK 105 (betinget av godkjenning fra representantskapet), se Vedlegg 4, samt at det skulle gjennomføres en etterfølgende reparasjonsemisjon («**Reparasjonsemisjonen**») og en ansatteemisjon. Egenkapitalbevisene ble handlet ex. rett til å delta i Reparasjonsemisjonen fra og med samme dag. Tildelingslisten i den rettede emisjonen fremgår av tabellen under.

| Investor | Tegning | | Tildeling | |
|--------------------------------------|--------------------|------------------|--------------------|------------------|
| | NOK | # EKB | NOK | # EKB |
| Sparebankstiftelsen Østfold Akershus | 70.000.000 | 666.666,7 | 69.999.930 | 666.666 |
| Sparebankstiftelsen Halden | 60.000.000 | 571.428,6 | 59.999.940 | 571.428 |
| MP Pensjon PK | 15.750.000 | 150.000,0 | 15.491.805 | 147.541 |
| Pareto AS | 30.000.000 | 285.714,3 | 29.508.255 | 281.031 |
| Totalt | 175.750.000 | 1.673.810 | 174.999.930 | 1.666.666 |

På representantskapsmøtene i Sparebanken avholdt 11. juni 2015 ble styrets forslag om rettet emisjon, samt etterfølgende Reparasjonsemisjon og ansattemisjon, enstemmig vedtatt. Innkalling og protokoll fra representantskapsmøtene avholdt 11. juni 2015 er inntatt som Vedlegg 5 og 6. Reparasjonsemisjonen skulle gjennomføres på tilsvarende kurs som i den rettede emisjonen og skulle bestå av inntil 273.930 egenkapitalbevis tilsvarende et bruttoproveny på inntil NOK 28,76 millioner.

Egenkapitalbevisene som ble tegnet i den rettede emisjonen ble utstedt 19. juni 2015.

Banken utarbeidet et EØS-prospekt som noteringsprospekt for egenkapitalbevisene som skulle utstedes i den rettede emisjonen samt tilbuds- og noteringsprospekt for Reparasjonsemisjonen og ansattemisjonen («**Prospektet**») som ble godkjent av Finanstilsynet 12. juni 2015. Videre mottok Bankens vedtak om forhøyelse av eierandelskapitalen fra Finanstilsynet iht. finansieringsvirksomhetsloven § 2b-23 (6) den 12. juni 2015. Det ble ikke rettet noen innvendinger mot fastsatt tegningskurs.

Tegningsperiodene i Reparasjonsemisjonen og ansattemisjonen startet 16. juni 2015 og varte i to uker med utløp 30. juni 2015. Egenkapitalbevisene som ble tegnet i den rettede emisjonen ble utstedt 19. juni 2015. Bankens styre vedtok allokeringen i Reparasjonsemisjonen dagen etter utløpet av tegningsperioden, som offentliggjort ved børsmelding 2. juli 2015, se bestillings- og allokeringslisten inntatt som Vedlegg 7. Egenkapitalbevisene i Reparasjonsemisjonen (og ansattemisjonen) ble registrert i Foretaksregisteret og utstedt 13. juli 2015.

Pareto og MP Pensjon økte sine eierandeler i Banken fra henholdsvis 0,74 % og 0,99 % til 3,11 % og 2,13 %, og er etter gjennomføring av den rette emisjonen og Reparasjonsemisjonen Bankens 3. og 4. største eiere.

3.2 Børsens undersøkelser

Espedal & CO AS fremsatte klage til Finanstilsynet datert 27. mai 2015 som ble videresendt til Oslo Børs, der klager har pekt på at emisjonen innebar en forskjellsbehandling mellom de eksisterende egenkapitalbevisene til en betydelig rabatt. Oslo Børs har videre mottatt en muntlig henvendelse fra en annen egenkapitalbeviser som peker på at noen egenkapitalbevisere fikk anledning til å delta i emisjonen på bedre betingelser enn øvrige eiere.

I e-post av 3. juni 2015, inntatt som Vedlegg 8, rettet Oslo Børs enkelte spørsmål til Bankens vedrørende børsmeldingen av 21. mai 2015, hvor Bankens ble bedt om å redegjøre blant annet for begrunnelsen for beslutningen om rettet emisjon fremfor en fortrinnsrettsemisjon, beskrivelse av prosessen for gjennomføringen av den rettede emisjonen og fremgangsmåten for fastsettelse av tegningskursen. Børsen fikk svar på sin henvendelse ved brev fra Bankens datert 5. juni 2015 (Vedlegg 1).

I senere kommunikasjon med Bankens og Tilretteleggerne har Børsen mottatt ytterligere informasjon, se Vedlegg 9 – 14.

4. Rettslig grunnlag

Det verdipapirrettslige likebehandlingsprinsipp er formulert i vphl. § 5-14, som lyder:

- (1) Utstedere av finansielle instrumenter opptatt til handel på norsk regulert marked, skal likebehandle innehaverne av deres finansielle instrumenter. Utsteder må ikke utsette*

innehaverne av de finansielle instrumentene for forskjellsbehandling som ikke er saklig begrunnet ut fra utsteders og innehavernes felles interesse.

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

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

Annet ledd inneholder forbud mot at utsteders styrende organer mv. treffer tiltak i forbindelse med omsetning eller utstedelse av finansielle instrumenter som er egnet til å gi dem selv, enkelte innehavere eller tredjemenn en urimelig fordel på bekostning av andre innehavere eller utsteder. Også begrepet «urimelig» viser til en saklighetsvurdering hvor det må tas stilling til om tiltaket bygger på en saklig forsvarlig grunnlag ut fra hva som er i selskapets og verdipapirinnehavernes felles interesse. Begrepet «urimelig» legger dessuten opp til en forholdsmessighetsvurdering av de fordelene vedtaket er egnet til å medføre for utstederen og verdipapirinnehaverne samlet sett, og de ulemper som påføres den enkelte verdipapirinnehaver som følge av tiltaket. Det er omstendighetene som forelå på tidspunktet da tiltaket ble truffet som er relevant for vurderingen, jf. «egnet til».

Ved vurderingen av om det foreligger brudd på likebehandlingsregelen må første og annet ledd sees 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. Hva som er et legitimt formål vil kunne avhenge av hvilke finansielle instrumenter tiltaket relaterer seg til.

Som det er nærmere redegjort for i Børssirkulære 2/2014 og overfor, er det ikke tilstrekkelig at tiltaket er motivert ut fra et relevant formål; det stilles også krav til forholdsmessighet. I de tilfeller der det er foretatt rettede emisjoner vil det blant annet være relevant å vurdere hvilke handlingsalternativer utsteder står overfor.

Tilsynet med etterlevelsen av likebehandlingsregelen i vphl. § 5-14 faller under Finanstilsynet, jf. vphl. § 15-1, men Finanstilsynet har ikke hjemmel til å sanksjonere brudd. Børsen har imidlertid inntatt en likelydende bestemmelse i LF pkt. 2.1 og kan derfor ilegge overtredelsesgebyr ved vesentlige overtredelser av bestemmelsen, jf. LF pkt. 15.4.

Oslo Børs følger løpende opp saker hvor det kan stilles spørsmål ved likebehandling, herunder der det gjennomføres rettede emisjoner i stedet for fortrinnsrettsemisjoner. Børsen vil ved håndhevelsen av bestemmelsen være forsiktig med å sette sitt skjønn over det forretningsmessige skjønn og den bransjekunnskap som ligger til grunn for utsteders finansielle og operative mål. Børsstyret har i tidligere saker uttrykt at man som utgangspunkt ikke vil overprøve

selskapets vurdering av rimelighet og saklighet, og i tilfelle bare dersom forskjellsbehandlingen er klart usaklig, grovt urimelig eller det er tatt utenforliggende hensyn.

5. Bankens anførsler

Banken fastholder at den rettede emisjonen ikke utgjør et brudd på Bankens likebehandlingsplikt etter vphl. og LF.

For det første peker Banken på at deres situasjon som sparebank, både når det gjelder avvikende kapitalstruktur, strengere krav til soliditet, en eierstyringsmodell som gjør at eierne av egenkapitalbevisene ikke har en dominerende innflytelse og at investormarkedet er mer begrenset enn for aksjer, gjør at Bankens forutsetninger for kapitaltransaksjoner skiller seg vesentlig fra andre utstedere på Oslo Børs.

Når det gjelder regulatoriske krav viser Banken til de nye kapital- og bufferkravene i EUs kapitaldekningsregelverk som blant annet medfører en økning i kravet til ren kjernekapitaldekning som inntreffer fra 1. juli 2016. [REDACTED]

I arbeidet med emisjonene har Banken særlig vektlagt gjennomføringsrisikoen, og peker herunder på at det i utgangspunktet er en nokså smal investormasse i egenkapitalbevis sammenliknet med mange av selskapene notert på Oslo Børs.

Når det gjelder emisjonsstruktur pekes det for det første på at Sparebankstiftelsene ikke hadde anledning til å delta i en emisjon med sin proratariske andel, noe som blant annet vanskeliggjorde gjennomføringen av en fortrinnsrettsemisjon. Det forelå etter Bankens syn også vesentlige svakheter ved alternative transaksjonsmodeller enn den valgte rettede emisjonen. Banken har blant annet vist til at en forhåndsannonsering av den rettede emisjonen hvor det åpnes for en åpen bookbuilding, alternativt å tilby en større krets egenkapitalbevisiere å delta i den rettede emisjonen, sannsynligvis ville medført at Pareto ville trekke sin tegning som følge av avkortning. Samtidig er det pekt på en begrenset finansieringsevne og –vilje blant Bankens øvrige egenkapitalbevisiere. Etter Bankens syn ville en offentliggjøring av en emisjon, herunder faren for å ikke oppnå tilstrekkelig interesse, også kunne medføre spekulasjoner og tvil knyttet til Bankens soliditet, noe som kunne fått dramatiske konsekvenser for Banken. Å redusere den rettede emisjonen til kun å dekke tegningene fra Sparebankstiftelsene, slik at det beløpet Sparebankstiftelsene hadde varslet at de ikke ville tegne ble gjort tilgjengelig for øvrige egenkapitalbevisiere i Reparasjonsemisjonen, er antatt å ville ha tilsvarende svakheter som en eventuell fortrinnsrettsemisjon. For å oppnå NOK 70 millioner i en slik reparasjonsemisjon, ville samtlige egenkapitalbevisiere utover Sparebankstiftelsene måtte vært villige til å øke sin eksponering mot Banken med ca. 32,4 % i gjennomsnitt. En slik struktur ville heller ikke garantert Banken å dekke kapitalbehovet med mindre den ble garantert. Det er understreket fra Bankens side at deres handlingsrom var begrenset som følge av at Sparebankstiftelsene, hvis deltakelse var helt avgjørende for å kunne gjennomføre en emisjon, hadde kommunisert sterke meninger om emisjonsstruktur.

Når det gjelder emisjonskursen har Banken forklart at prisen måtte fastsettes tidlig i prosessen ettersom Sparebankstiftelsene måtte lånefinansiere sin investering. Ettersom prisbildet endret seg i forhandlingsperioden og frem til den rettede emisjonen ble vedtatt medførte dette at rabatten ble større enn det som opprinnelig var tiltenkt. Banken påpeker også at den positive kursutviklingen var basert på et lavt volum og at man heller ikke visste hvordan kursen ville påvirkes av en

offentliggjøring av den rettede emisjonen. Det er understreket at tegnerne i den rettede emisjonen ville ha kursrisikoen frem til vedtakelse i representantskapsmøtene og den etterfølgende utstedelse av egenkapitalbevisene (ca. 4 uker). Det er videre vist til at Finanstilsynet ikke har rettet innvendinger mot fastsatt tegningskurs, og at dette er et moment for at rabatten ikke var uforholdsmessig stor.

Banken anfører at ulempen for egenkapitalbeviserne som ikke deltok i den rettede emisjonen er den forholdsmessige forskjellen på muligheten til å øke sin eksponering i Banken til den fastsatte emisjonskursen sammenlignet med Pareto og MP Pensjon. Denne ulempen ble søkt begrenset gjennom reparasjonsemisjonen hvor samtlige egenkapitalbevisere fikk muligheten til å opprettholde sin proratariske andel.

Hva gjelder reparasjonsemisjonen er det vist til at de tre største eierne som deltok i reparasjonsemisjonen tegnet seg for ca. halvparten av alle tegningene i denne, noe som underbygger at interessen for egenkapitalbevisene ikke nødvendigvis var så stor som resultatet (overtegning på 220 %) isolert sett kunne tilsa. Herunder er det også pekt på at det er en vesentlig forskjell på å tegne seg i en reparasjonsemisjon der Banken var sikret tilstrekkelig kapital, der det er utarbeidet og godkjent EØS-prospekt som et omfattende informasjonsgrunnlag for investeringen og der egenkapitalbevisene ville bli utstedt etter forholdsvis kort tid, sammenholdt med det å delta i den rettede emisjonen med mer usikkerhet om kapitalsituasjonen, mindre omfattende informasjonsgrunnlag og en innlåsnings effekt på ca. en måned der tegneren var eksponert for kurssvingninger. Når det gjelder størrelsen på reparasjonsemisjonen ble denne fastsatt matematisk ut fra hva som skulle til for at investorene som ikke hadde deltatt i den rettede emisjonen skulle kunne opprettholde sin eierandel. Av de som tegnet egenkapitalbevis i reparasjonsemisjonen, og som overtegnet med 45 % eller mer, fikk alle en tildeling på ca. 45 % på overtegningen i tillegg til det antallet egenkapitalbevis de i utgangspunktet hadde rettet til. Selv om tildeling etter overtegning ikke var like stor som for enkelte av deltakerne i den rettede emisjonen, sørget reparasjonsemisjonen for at flere av investorene som deltok fikk økt sin eksponering i Bankens egenkapitalbevis til samme tegningskurs som i den rettede emisjonen.

Banken anfører også at ulempen de øvrige egenkapitalbeviserne ble utsatt for som følge av at noen øvrige tegnere i den rettede emisjonen fikk vekke seg opp i egenkapitalbevis som følge av Sparebankstiftelsenens undertegning må anses som en vesentlig mindre ulempe enn ved en transaksjonsstruktur som medfører en utvanning av tidligere posisjoner. De egenkapitalbeviserne som valgte å opprettholde sin eierandel har beholdt sine organisatoriske rettigheter og har det samme kravet på andel av eventuelle utbytter som tidligere, men utstederen av deres egenkapitalbevis er en bank med betydelig forbedret ren kjernekapital. Til dette kommer det også at MP Pensjon og Paretos økte eierandel ikke har hatt noen strategisk betydning i den forstand at disse har opparbeidet seg ytterligere organisatoriske rettigheter eller vært gjort som ledd i en eierkonflikt.

Banken anfører avslutningsvis at en sanksjon i dette tilfellet vil bryte med Oslo Børs' tidligere praksis i likebehandlingssaker og viser også til at lovgivers valg om ikke å sanksjonere brudd på bestemmelsen, samt den begrensede veiledningen i både forarbeider og praksis, tilsier at Oslo Børs bør vise varsomhet med sanksjonering av eventuelle brudd på bestemmelsen. Det er kun 2 av Bankens 901 egenkapitalbevisere som har fremsatt innsigelser.

6. Børsens vurdering

6.1 Hvorvidt det foreligger forskjellsbehandling mellom egenkapitalbeviserne

Som beskrevet over var det kun de fem største egenkapitalbeviserne (sett bort fra én forvalterkonto) som ble invitert til å delta i den rettede emisjonen. Ettersom Sparebankstiftelsene ikke hadde anledning til å tegne seg for sin proratariske andel av en tiltenkt emisjon på om lag NOK 200 millioner ble Pareto og MP Pensjon gitt mulighet til å tegne seg for den delen av emisjonen som Sparebankstiftelsenes hadde varslet at de ikke ville tegne seg for. Som illustrert av tabellen under fikk Pareto og MP Pensjon en tildeling som var henholdsvis 22,8 og 8,9 ganger større enn deres forholdsmessige andel i den rettede emisjonen basert på eierandel før emisjonen.

| | Eierandel før rettet emisjon (%) | Forholdsmessig andel av rettet emisjon | Faktisk tildeling i rettet emisjon | Overtildeling |
|------------|----------------------------------|--|------------------------------------|---------------|
| Pareto | 0,74 | 12.333 | 281.031 | 268.698 |
| MP Pensjon | 0,99 | 16.500 | 147.541 | 131.041 |

Det er videre utvilsomt at emisjonskursen på NOK 105 representerer en betydelig rabatt sammenliknet med sluttkursen 20. mai 2015 (NOK 146,50), som var siste handelsdag før offentliggjøring av den rettede emisjonen. Volumvektet gjennomsnittskurs de 30 siste handelsdagene før offentliggjøring av emisjonen var NOK 141,95.

Egenkapitalbeviserne som ikke ble invitert til å delta i den rettede emisjonen fikk ikke mulighet til å foreta en tilsvarende overtegning som Pareto og MP Pensjon i den etterfølgende Reparasjonsemisjonen.

Børsen er derfor av den oppfatning at det er på det rene at det er truffet tiltak som er egnet til å forskjellsbehandle Bankens egenkapitalbevisere. Sett hen til den betydelige overtildelingen til Pareto og MP Pensjon i den rettede emisjonen, er Børsen videre av den oppfatning at forskjellsbehandlingen er av alvorlig karakter.

Spørsmålet blir dermed om den aktuelle forskjellsbehandlingen har et saklig og forholdsmessig grunnlag i Bankens og egenkapitalbevisernes felles interesser.

6.2 Om forskjellsbehandlingen kan anses som saklig begrunnet ut fra utsteders og innehavernes felles interesse

Vurderingen av om likebehandlingsregelen er krenket i forbindelse med en rettet emisjon må baseres på de konkrete omstendigheter i den aktuelle saken, herunder arten og graden av forskjellsbehandlingen, en avveining av de hensyn som taler for og mot gjennomføringen av transaksjonen, og utsteders saksbehandling.

Saklighetskriteriet skjerpes der den rettede emisjonen innebærer en økonomisk fordel for tegneren på bekostning av selskapets øvrige innehavere av finansielle instrumenter ved at det gis en emisjonsrabatt. Videre skjerpes kravet til saklighet ytterligere der likhetsprinsippet krenkes, dvs. der emisjonen helt eller delvis rettes mot enkelte utvalgte eksisterende innehavere av finansielle instrumenter. I dette tilfellet foreligger det som omtalt over både en stor emisjonsrabatt, samt en forskjellsbehandling mellom eksisterende innehavere av egenkapitalbevis.

Et skjerpet krav til saklighet innebærer blant annet et skjerpet krav til hva som vil være den forventede økonomiske fordel for selskapet ved gjennomføringen av transaksjonen, og et skjerpet

krav til vurderingen av alternative beslutninger. Det bør eksempelvis kunne påvises vesentlige svakheter ved alternative finansieringsløsninger.

6.2.1 Formålet med den rettede emisjonen

Utgangspunktet er at formålet med den rettede emisjonen må være relevant og egnet til å fremme fellesinteressene, jf. saklighetskriteriet.

Bakgrunnen for transaksjonen er at Banken ønsket å styrke sin egenkapital. I Bankens styreprotokoll fra 20. mai 2015 er den rettede emisjonen beskrevet som «*et viktig element i bankens langsiktige finansiering og oppfyllelsene av kapitalkravene fremover*».

Banken har i børsmelding av 21. mai 2015 beskrevet bakgrunnen for transaksjonen slik:

«Banken har over en periode kommunisert et behov for å styrke soliditeten fram mot utgangen av 2017. Banken rapporterte ren kjernekapitaldekning på 14,0 % ved utgangen av 1. kvartal 2015. Banken har i kapitalberegningen imidlertid stor effekt av at enkelte fradragsposter for beregning av ren kjernekapital fases gradvis inn fram mot 2018, jf. forskrift av 1. juni 1990 nr. 435 om beregning av ansvarlig kapital for finansinstitusjoner mv. Banken ville rapportert en ren kjernekapital på 10,4 % på samme tidspunkt dersom Banken hadde rapportert i tråd med forskriftenes angivelser og ikke hensyntatt tillatte overgangsregler (og uten tillagt resultat for kvartalet).

Bakgrunnen for emisjonene er at SpareBank 1 Østfold Akershus ønsker å styrke Bankens egenkapital ytterligere. Basert på Bankens simuleringer er igangsatte interne tiltak ikke tilstrekkelig for å tilfredsstille kapitalambisjonene, hensyntatt også en normal forretningsmessig utvikling i årene som kommer. Ren kjernekapital pr. 1. kvartal 2015 vil øke med ca. 1,8 prosentpoeng som følge av Emisjonen, mens den samlede økningen vil være på ca. 2,1 prosentpoeng om reparasjonsemisjonen og ansatteemisjonen også fulltegnes.»

Banken har også påpekt et økt press fra analytikere om å offentliggjøre kjernekapitaldekning uten overgangsregler, og at øvrige banker allerede rapporterer ren kjernekapital etter nye regler.

Formålet om å gradvis stryke Bankens egenkapital for å tilfredsstille kommende regulatoriske krav til kjernekapitaldekning er et legitimt formål og må etter Børsens syn kunne antas også å komme øvrige egenkapitalbevisere til gode. Det presiseres imidlertid at det etter Børsens syn ikke har foreligget noe akutt behov for økt soliditet.

6.2.2 Forholdsmessighet

Det er imidlertid ikke tilstrekkelig at den rettede emisjonen har et relevant formål, det stilles også krav om forholdsmessighet - fellesskapets vinning må veies mot ulempen for den enkelte. Børsen har tidligere uttalt at beslutningen neppe vil være saklig dersom det kan oppnås tilnærmet samme gevinst for selskapet med alternative tiltak som innebærer et mindre inngrep i innehavernes rettigheter.

Emisjonskursen på NOK 105 ble fastsatt tidlig i prosessen grunnet Sparebankstiftelsenes behov for lånefinansiering. Når styret i Banken vedtok å foreta en rettet emisjon (6. mai), lå kursen opp mot NOK 139, og emisjonsrabatten var på dette tidspunktet ca. 24 %. Da tegningsperioden ble igangsatt

13. mai hadde kursen økt til NOK 144, og siste dag i tegningsperioden lå kursen på NOK 146,50. Ettersom prisen allerede var fastsatt økte følgelig størrelsen på rabatten i samme periode.

Børsen vil understreke at når rabatten er betydelig, slik som i dette tilfellet, så øker aktsomhetskravet til den videre prosessen.

Utgangspunktet er at egenkapitalbeviserne har fortrinnsrett ved utstedelse av nye egenkapitalbevis. I Prospektet er det beskrevet at Banken vedtok å fravike fortrinnsretten for eksisterende eiere i den rettede emisjonen for å redusere gjennomføringsrisikoen som følge av den rettede emisjonens størrelse og Bankens konsentrerte eierskap (som ville gjøre det utfordrende å plassere hele emisjonsbeløpet).

Fremgangsmåten for gjennomføringen av den rettede emisjonen er ikke beskrevet i Bankens styreferater, men Børsen har fått opplyst at styret og Tilretteleggerne ble enige om å invitere de fem største egenkapitalbeviserne (sett bort fra én forvalterkonto) til å delta i den rettede emisjonen. De fem største egenkapitalbeviserne hadde til felles at de eide mer enn 0,5 % av Bankens egenkapitalbevis, noe Banken har påpekt at var et objektivt kriterie. Sparebankstiftelsene hadde, som beskrevet over, indikert at de ville delta med tegninger på til sammen NOK 130 millioner. Den planlagte prosessen innebar dermed at Banken i tillegg til Sparebankstiftelsene, invitere ytterligere tre egenkapitalbevisere til å delta i den rettede emisjonen for å plassere restbeløpet på NOK 45 millioner. Basert på tegningsinteressen og tilbakemeldinger fra disse tre investorene ville man deretter vurdere å kontakte en ny gruppe eiere.

Børsen finner grunn til å reagere på at Banken ved sin gjennomføringsmetode legger opp til at man gir to (tre medregnet Eika) av Bankens eksisterende egenkapitalbevisere muligheten til å foreta en betydelig overtegning til en sterkt rabattert pris. Tabellen under illustrerer at dette ville gjelde uavhengig av hvor stor ordre Pareto ga, gitt at ikke andre investorer skulle kontaktes.

| Investor | Forholdsmessig del av den rettede emisjonen (antall bevis) | Potensiell tegning ved lik fordeling av MNOK 45 (antall bevis) | Potensiell forholdsmessig tegning av MNOK 45 (antall bevis) | Forhold mellom eierandel og potensiell forholdsmessig tegning |
|------------|--|--|---|---|
| Eika | 24.500 | 142.857 | 136.819 | ca. 460 % |
| MP Pensjon | 16.500 | 142.857 | 92 287 | ca. 460 % |
| Pareto | 12.333 | 142.857 | 69 170 | ca. 460 % |

Når den rettede emisjonen skulle gjennomføres basert på Bankens forutsetninger (at Sparebankstiftelsene tegnet seg for NOK 130 millioner og kun tre øvrige egenkapitalbevisere skulle kontaktes) ble det, slik vist i tabellen over, lagt opp til at disse tre egenkapitalbeviserne ved en forholdsmessig tegning måtte overtegne seg med 460 % i den rettede emisjonen. Allerede på dette tidspunktet ble det altså i utgangspunktet lagt opp til at det ville bli gjennomført en betydelig skjevfordeling mellom de egenkapitalbeviserne som fikk delta i den rettede emisjonen, og de resterende egenkapitalbeviserne som fikk delta i reparasjonsemisjonen. Når Eika i tillegg ikke ville delta i den rettede emisjonen, ble denne skjevfordelingen ytterligere forsterket – det vises igjen til at Paretos tildeling i den rettede emisjonen var 22,8 ganger større enn deres forholdsmessige eierandel tilsa.

Banken har forklart at flere ulike gjennomføringsmetoder og strukturer ble vurdert, og påpeker blant annet at vurderingen på tidspunktet da kapitalinnhentingene skulle gjennomføres var at det ville være utfordrende å plassere hele beløpet i en eventuell fortrinnsrettsemisjon. Dette skyldes blant annet at Sparebankstiftelsene stilte seg negative til at emisjonen skulle gjennomføres som en fortrinnsrettsemisjon ettersom disse enten hadde måttet selge tegningsretter dersom disse ble gjort omsettelige, eventuelt solgt seg ned i etterkant av offentliggjøringen av emisjonen. At kapital ikke innhentes gjennom fortrinnsrettsemisjoner, er ikke i seg selv et brudd på likebehandlingsregelen.

Etter Børsens syn ville det imidlertid vært mulig å i større grad ivareta interessene til de mindre egenkapitalbeviserne ved gjennomføringen av den rettede emisjonen, herunder for å begrense den store forskjellsbehandlingen som tegningene fra Pareto og MP Pensjon representerte. På tidspunktet da styret i Banken vedtok å gjennomføre en rettet emisjon visste man allerede at Sparebankstiftelsene ville delta med et samlet beløp på NOK 130 millioner (riktignok forutsatt godkjenning i generalforsamlingene i Sparebankstiftelsene). Basert på en total emisjonsstørrelse på NOK 200 millioner, skulle det altså innhentes tegninger for ytterligere NOK 70 millioner i den rettede emisjonen og den etterfølgende Reparasjonsemisjonen. For Børsen er det to handlingsalternativer som fremstår som adekvate for den rettede emisjonen:

- Forhåndsannonsert rettet emisjon
- Tilbud til en bredere gruppe investorer i den rettede emisjonen

Børsen peker på at åpenhet rundt rettede emisjoner hvor også en større gruppe investorer gis mulighet til å tegne seg generelt vil være positivt for å ivareta likebehandlingskravet og at mange rettede emisjoner som gjennomføres i markedet i dag er forhåndsannonserte.

Når det gjelder mulighetene for å rette tilbudet til en bredere gruppe investorer i den rettede emisjonen har Banken påpekt at Bankens konsentrerte eierstruktur og investormarkedet for sparebanker generelt ville gjøre det utfordrende å plassere den rettede emisjonen uten Paretos deltakelse. Fra Børsens side bemerkes det at Banken har akseptert en minimumstegning fra en egenkapitalbeviser med en eierandel på 0,74 % på 30 millioner, som tilsvarte opp mot 15 % av den totale summen av den rettede emisjonen og Reparasjonsemisjonen.

I brev til Oslo Børs datert 30. juni 2015 (Vedlegg 10) fremkommer det at Banken selv har vurdert at det var

«...saklig begrunnet ut fra utsteders og innehavernes felles interesse å avslutte plasseringen fremfor å risikere at en bestilling på 30 millioner ble trukket, noe som ville kunne resultere i at Banken ikke oppnådde målsetningen for ren kjernekapital eller at Emisjonene ikke ble gjennomført overhodet.»

Når det gjelder betingelser som fremsettes av investorer som en forutsetning for å bidra i en emisjon, har Børsen i Vedtak og uttalelser 2014 pkt. 4.1.1 (*Songa Offshore SE*) uttalt at man har forståelse for at utstedere kan komme i vanskelige dilemmaer i situasjoner der selskapet er avhengig av å etterkomme eksempelvis en større aksjonærs betingelser for å gjennomføre en redningsaksjon med vedkommende aksjonærs støtte. Etter Børsens syn går det imidlertid en grense for hva styret på vegne av aksjonærfellesskapet kan akseptere av slike betingelser fra enkeltaksjonærer.

Slik Banken også har påpekt er det ikke uvanlig at større institusjonelle investorer stiller vilkår for sin tegning. Det Børsen imidlertid finner grunn til å kritisere er at et slikt vilkår etterkommes uten at tilbudet om tegning med tilsvarende rabatt har blitt rettet mot flere enn to (tre med Eika)

eksisterende eiere i tillegg til Sparebankstiftelsene. Dette tilsier etter Børsens syn at man overskrider grensene for saklig forskjellsbehandling.

Banken har vist til at man ved å kontakte de 20 største egenkapitalbeviserne kun ville økt tilbudskretsen med ytterligere 2,05 % av eierandelen, og at eventuelle investorer som da ville blitt kontaktet i stor grad var privatpersoner. Ved å rette tilbudet mot en større gruppe av eksisterende egenkapitalbevisere ville Banken imidlertid sikret en mer betryggende prosess der man ville fått en bedre og bredere oversikt over interessen for egenkapitalbevisene.

Selv om det er omstendighetene som forelå på tidspunktet da tiltaket ble truffet som er relevant for vurderingen, jf. «egnet til», vil det at Reparasjonsemisjonen ble overtegnet med ca. 220 % (se Bankens børsmelding av 2. juli 2015) tilsi at eksisterende egenkapitalbevisere var villige til å tegne seg vesentlig utover sin forholdsmessige andel. Dette er etter Børsens syn utvilsomt også en naturlig følge av at det ble gitt en betydelig rabatt sammenliknet med kursen på tidspunktet for offentliggjøring av emisjonen.

Etter Børsens syn har Bankens prosess rundt gjennomføring av den rettede emisjonen ikke vært tilfredsstillende i det det legges opp til at to (i utgangspunktet tre) av Bankens eksisterende egenkapitalbevisere skal få kunne foreta en betydelig overtegning til en sterkt rabattert pris. De aktsomhetskrav som påhviler Banken og dets styrende organer ved gjennomføringer av rettede emisjoner er etter Børsens syn ikke ivaretatt.

6.2.3 Reparasjonsemisjonens betydning

Det følger av tidligere praksis og Børssirkulære 2/2014 at etterfølgende reparasjonsemisjoner vil kunne være et relevant og nødvendig tiltak for å sikre likebehandling av innehavere ved gjennomføring av rettede emisjoner, og at en slik transaksjon kan få særlig betydning som et reparerende tiltak der den rettede emisjonen innebærer en forskjellsbehandling mellom eksisterende innehavere. Det stilles imidlertid krav om at reparasjonsøvelsen må gjennomføres så raskt som mulig etter den rettede emisjonen, til samme kurs og tilby et antall aksjer som medfører at øvrige aksjonærer ikke utvannes i forhold til de aksjonærene som fikk delta i den rettede emisjonen.

Reparasjonsemisjonen ble gjort til samme pris som i den rettede emisjonen, og denne ble også gjennomført innen et akseptabelt tidsrom etter gjennomføringen av den rettede emisjonen.

Den totale størrelsen på Reparasjonsemisjonen var 273.930 egenkapitalbevis og Reparasjonsemisjonen utgjorde dermed 14,12 % av den totale emisjonsstørrelsen (ikke medregnet ansattemisjonen). Banken mottok bestillinger for totalt 876.073 egenkapitalbevis fra 362 ulike tegnere (hvorav de største tegningene var på henholdsvis 290.438 og 100.000 egenkapitalbevis), noe som representerer en betydelig overtegning, se bestillings- og allokeringsliste inntatt som [Vedlegg 7](#). 75,9% av de tildelte egenkapitalbevisene i Reparasjonsemisjonen ble tildelt ved utøvelse av allokeringsretter, jf. selskapets børsmelding av 2. juli 2015 kl. 08.00, se [Vedlegg 13](#).

Når det gjelder den påfølgende Reparasjonsemisjonens reparerende effekt, har Banken i sitt brev av 5. juni 2015 (Vedlegg 1) kommentert følgende:

«Full reparasjon innebærer her, etter vår vurdering, at krenkelsen av eksisterende egenkapitalbevisere som ikke fikk delta i den første rettede emisjonen blir reparert, idet de får en mulighet til å opprettholde sin forholdsmessige eierandel av bankens utstedte eierandelskapital.»

Børsen er ikke enig i en slik forståelse av likebehandlingskravet. Som beskrevet i tidligere praksis og i Børssirkulære 2/2014 skal reparasjonsøvelsen som et utgangspunkt tilby et antall finansielle instrumenter som medfører at «øvrige aksjonærer ikke utvannes i forhold til de aksjonærer som fikk delta i den rettede emisjonen».

Selv om egenkapitalbeveiere som ikke deltok i den rettede emisjonen fikk muligheten til å opprettholde sin forholdsmessige eierandel i Banken ved å tegne seg i Reparasjonsemisjonen, innebærer den betydelige tegningen fra Pareto og MP Pensjon at øvrige egenkapitalbeveiere ble sterkt utvannet i forhold til disse.

Banken har pekt på at det er svært uvanlig at reparasjonsemisjoner gir investorer som ikke deltar i en forutgående emisjon mulighet til å opprettholde sin eierandel i utsteder full ut slik som i det foreliggende tilfellet, og fremhever i senere kommunikasjon med Børsen at Reparasjonsemisjonen hadde en vesentlig reparerende effekt selv om den ikke hadde full reparerende effekt i forhold til innvanningen av MP Pensjon og Pareto.

Det er i utgangspunktet positivt og viktig at det foretas en reparasjonsemisjon. Reparasjonsemisjonens størrelse var tilstrekkelig til å sikre at de egenkapitalbeveierne som tegnet seg i Reparasjonsemisjonen beholdt sine organisatoriske rettigheter og sin forholdsmessige eierandel i Banken. Innvanningen av Pareto og MP Pensjon er imidlertid så betydelig, og disse har etter Børsens syn fått en slik økonomisk fordel, at det må legges til grunn at Reparasjonsemisjonen ikke har hatt en full reparerende effekt for minoritetsegenkapitalbeveierne.

6.2.4 Annet

Generelt understreker Børsen at selskaper som gjennom en børsnotering velger å invitere småaksjonærer til å bidra med risikokapital påtar seg et særlig ansvar for ikke å tilsidesette deres interesser.

7. Sanksjon

Børsen fører i dag tilsyn med etterlevelsen av det verdipapirrettslige likebehandlingsprinsipp i vphl. § 5-14 gjennom den likelydende bestemmelsen i LF punkt 2.1. for utstedere av aksjer og egenkapitalbevis. Børsen vil etter gjeldende regler kunne sanksjonere vesentlige brudd med overtredelsesgebyr. Overtredelsesgebyret skal betales til Børsen, jf. børsforskriften § 31 (1). Børsstyret har ved to tidligere anledninger ilagt sanksjoner for brudd på likebehandlingsregelen slik denne tidligere fremgikk av børsforskriften, jf. børsstyrets vedtak 25. juni 2003 Choice Hotels Scandinavia ASA (Vedtak og Uttalelser 2003 s. 78) og Børsklagenemndens sak 2/2006 Opticom ASA (Vedtak og Uttalelser 2006 s. 49).

Banken har anført at en ileggelse av overtredelsesgebyr i det foreliggende tilfellet vil medføre en vesentlig skjerping av Børsens praksis sett hen til behandlingen i tidligere saker og viser herunder blant annet til at Børsen i saken inntatt i Vedtak og Uttalelser 2013 pkt. 4.1.1 som gjaldt gjennomføring av rettet emisjon i Renewable Resources Corporations ASA (REC) begrenset seg til kritikkbreve.

Ved å utarbeide sirkulæret om likebehandling, som ble publisert i september 2014, ønsket Børsen en økt bevisstgjøring rundt utstedernes fokus på likebehandling, særlig ved gjennomføring av rettede emisjoner. Bakgrunnen for sirkulæret var at Børsen hadde sett en utvikling der utstedere og deres styrende organer ikke var seg tilstrekkelig bevisste rundt de forpliktelser som følger med likebehandlingskravet. Sirkulæret beskriver detaljert eksisterende praksis, og går også langt i å oppstille særskilte aktsomhetsnormer for utstedere som skal hente inn kapital gjennom rettede

emisjoner. For å oppfylle kravet til likebehandling er det en forutsetning at utstedere søker å tilfredsstille de aktsomhetsnormene det er lagt opp til i sirkulæret.

I sirkulæret er det videre understreket at Børsen vil ha et økt fokus på utstedernes etterlevelse av likebehandlingsregelen.

Børsen har vurdert at Bankens manglende etterlevelse av likebehandlingskravet i forbindelse med gjennomføringen av den rettede emisjonen er en vesentlig overtredelse. Selv om det i utgangspunktet er legitimt å sikre tilstrekkelig soliditet og fremtidig overholdelse av kapitalkrav, er Børsen kritiske til den lukkede prosessen rundt kapitalinnhenting, herunder at Banken har gitt to eksisterende egenkapitalbeveiseiere mulighet til å foreta en så betydelig overtegning til en rabattert pris. Selv om overtredelsesgebyr i utgangspunktet er en strengere reaksjon enn den som tidligere er ilagt selskaper som har vært i brudd med likebehandlingskravet, finner Børsen, hensyntatt føringer i Børssirkulære 2/2014 og overtredelsens alvorlige karakter, grunn til å sanksjonere Banken med overtredelsesgebyr i det foreliggende tilfellet.

Børsen viser for øvrig til at REC-saken skiller seg vesentlig fra foreliggende sak, og understreker videre at saken ble vurdert før utarbeidelsen av Børssirkulære 2/2014.

Etter en totalvurdering kommer Oslo Børs til at overtredelsesgebyret passende settes til tre ganger årlig kursnoteringsavgift lik 480.000,- kroner.

På bakgrunn av overstående traff børsstyret følgende vedtak:

For brudd på kravet til likebehandling etter løpende forpliktelser 2.1, ilegges SpareBank 1 Østfold Akershus et overtredelsesgebyr på tre ganger årlig kursnoteringsavgift, dvs. 480.000,- kroner, jf. børsforskriftens § 31 og løpende forpliktelser punkt 15.4.

Vedlegg:

| | |
|-------------------|--|
| <u>Vedlegg 1</u> | Brev til Oslo Børs fra Sparebank 1 Østfold Akershus datert 5. juni 2015 |
| <u>Vedlegg 2</u> | Utdrag fra styrereferat i Sparebank 1 Østfold Akershus 6. mai 2015 |
| <u>Vedlegg 3</u> | Referat fra styremøte i Sparebank 1 Østfold Akershus 20. mai 2015 |
| <u>Vedlegg 4</u> | Børsmelding Sparebank 1 Østfold Akershus 21. mai 2015 |
| <u>Vedlegg 5</u> | Innkalling til representantskapsmøter i Sparebank 1 Østfold Akershus 11. juni 2015 kl. 17.00 og 17.30, datert 21. mai 2015 |
| <u>Vedlegg 6</u> | Protokoller fra representantskapsmøter i Sparebank 1 Østfold Akershus 11. juni 2015 kl. 17.00 og 17.30 |
| <u>Vedlegg 7</u> | Bestillings- og allokeringsliste Reparasjonsemisjon |
| <u>Vedlegg 8</u> | E-post til Sparebank 1 Østfold Akershus fra Oslo Børs datert 3. juni 2015 |
| <u>Vedlegg 9</u> | E-post til Sparebank 1 Østfold Akershus fra Oslo Børs datert 19. juni 2015 |
| <u>Vedlegg 10</u> | Svarbrev til Oslo Børs fra Sparebank 1 Østfold Akershus datert 30. juni 2015 |
| <u>Vedlegg 11</u> | E-post til Sparebank 1 Markets og Arctic Securities fra Oslo Børs datert 15. juli 2015 |
| <u>Vedlegg 12</u> | Svarbrev til Oslo Børs fra Sparebank 1 Markets og Arctic Securities datert 7. august 2015 |
| <u>Vedlegg 13</u> | Børsmelding Sparebank 1 Østfold Akershus 2. juli 2015 |
| <u>Vedlegg 14</u> | Svar kontradiksjonsbrev fra SpareBank 1 Østfold Akershus til Oslo Børs datert 8. september 2015 |