

BØRSKLAGENEMNDEN – SAK 3/2015

Avgjørelse 24. november 2015 av klage fra SpareBank1 Østfold Akershus over Oslo Børs ASAs vedtak 23. september 2015 om å ilegge SpareBank1 Østfold Akershus overtredelsesgebyr med hjemmel i børsforskriften § 31 jf. løpende forpliktelser punkt 2.1.

1. Klagesaken og Børsklagenemndens sammensetning

Oslo Børs ASA («Oslo Børs» eller «børsen») fattet 23. september 2015 slikt vedtak:

For brudd på kravet til likebehandling etter løpende forpliktelser 2.1, ilegges SpareBank1 Østfold Akershus et overtredelsesgebyr på tre ganger årlig kursnoteringsavgift, dvs. 480.000,- kroner, jf. børsforskriftens § 31 og løpende forpliktelser punkt 15.4.

SpareBank1 Østfold Akershus («**banken** eller «**klager**») påklaget vedtaket i brev 14. oktober 2015. Klagefristen er to uker, men børsen har i e-post 1. oktober 2015 gitt én ukes fristutsettelse til 14. oktober 2015. Klagen er derfor rettidig fremsatt.

Oslo Børs har ikke funnet grunn til å omgjøre vedtaket. Saken ble ved brev 28. oktober 2015 oversendt Børsklagenemnden for behandling sammen med børsens merknader til klagen, jf. børsforskriften § 37 sjette ledd og forvaltningsloven § 33 fjerde ledd.

Klager innga tilleggsbemerkning til klagen 10. november 2015.

Børsklagenemnden har behandlet saken i møte. Ved behandlingen deltok Liv Gjølstad (leder), Knut Berge (nestleder), Espen Klitzing, Jøril Mæland og Christian Lund.

2. Om selskapet

SpareBank1 Østfold Akershus er en selvstendig bank i SpareBank1-alliansen og har i dag ni kontorer. Banken tilbyr alle finansielle produkter og tjenester til personmarkedet, samt små og mellomstore bedrifter.

Egenkapitalbevisene i SpareBank1 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 (heretter sammen benevnt «**sparebankstiftelsene**») er bankens største egenkapitalbevisiere, og eide på tidspunktet for den rettede emisjonen til sammen 84,15 % av bankens egenkapitalbevis.

3. Sakens bakgrunn

I sitt brev av 5. juni 2015 til børsen har banken opplyst at det ble påbegynt en emisjonsprosess i midten av februar 2015 grunnet et behov for å styrke bankens rene kjernekapital. SpareBank1 Markets og Arctic Securities bisto banken som tilretteleggere i

emisjonsprosessen. Sparebankstiftelsene ble inkludert i emisjonsprosessen på et tidlig tidspunkt.

Banken opplyser at det ble avholdt et møte med sparebankstiftelsene 16. mars 2015 hvor ulike emisjonsmodeller ble gjennomgått. Ifølge 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 styreverder 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 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. 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.

Ifølge opplysninger mottatt fra banken ble det i samråd med tilretteleggerne bestemt at de fem største egenkapitalbevisene 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 egenkapitalbevisene, Verdipapirfondet Eika utbytte, ble også kontaktet, men ønsket ikke å motta innsideinformasjon 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 styreverder om rettet emisjon ble truffet 20. mai 2015.

Den 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), samt at det skulle gjennomføres en etterfølgende reparasjonsemisjon («reparasjonsemisjonen») og en ansattemisjon.

Tildelingen 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 avholdt 11. juni 2015 ble styrets forslag om rettet emisjon, samt etterfølgende reparasjonsemisjon og ansattemisjon, enstemmig vedtatt. 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.

Banken utarbeidet et EØS-prospekt som noteringsprospekt for egenkapitalbevisene som skulle utstedes i den rettede emisjonen samt tilbuds- og noteringsprospekt for reparasjonsemisjonen og ansattemisjonen som ble godkjent av Finanstilsynet 12. juni 2015. Videre mottok banken 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. Bankens styre vedtok allokeringen i reparasjonsemisjonen dagen etter utløpet av tegningsperioden, som offentliggjort ved børsmelding 2. juli 2015. Reparasjonsemisjonen ble ifølge børsmeldingen overtegnet med ca. 220 %.

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 rettede emisjonen og reparasjonsemisjonen bankens 3. og 4. største eiere.

Espedal & Co AS fremsatte klage til Finanstilsynet datert 27. mai 2015. I klagen blir det pekt på at emisjonen innebar en forskjellsbehandling mellom de eksisterende egenkapitalbevisene til en betydelig rabatt. Klagen ble videresendt til Oslo Børs. 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 rettet Oslo Børs enkelte spørsmål til banken vedrørende børsmeldingen av 21. mai 2015, hvor banken 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 banken datert 5. juni.

Det har også vært ytterligere korrespondanse/ informasjon i saken mellom børsen og henholdsvis banken og tilretteleggerne, herunder:

- epost til banken fra børsen 19. juni
- brev til børsen fra banken 30. juni
- epost fra børsen til Sparebank 1 Markets og Arctic Securities 15. juli
- brev til børsen fra banken 7. august
- børsmelding 2. juli
- brev fra banken til børsen 8. september

4. Rettslig grunnlag

Løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper av juli 2013 punkt 2.1 første og annet ledd:

(1) Børsnoterte selskaper skal likebehandle innehaverne av deres aksjer. Selskapet må ikke utsette innehaverne av aksjene for forskjellsbehandling som ikke er saklig begrunnet ut fra selskapets og innehavernes felles interesse

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

Børsforskriften § 31 første ledd og annet ledd bokstav a):

(1) Ved brudd på bestemmelser i børsloven eller denne forskrift eller ved vesentlige brudd på regulert markeds regler og forretningsvilkår, kan regulert marked vedta å ilegge utstedere av finansielle instrumenter som er tatt opp til handel på vedkommende regulerte marked et overtredelsesgebyr som skal betales til det regulerte markedet

(2) Overtredelsesgebyr skal fastsettes etter følgende regler:

a) Overtredelsesgebyr for utstedere av finansielle instrumenter som er tatt opp til handel på regulert marked kan maksimalt utgjøre 10 ganger årlig kursnoteringsavgift for hver overtredelse som kan sanksjoneres med overtredelsesgebyr, beregnet ut fra den senest fakturerte totale årlige kursnoteringsavgift for det finansielle instrument overtredelsen refererer seg til

5. Børsens vedtak

Oslo Børs fattet 23. september 2015 vedtak som referert under punkt 1.

5.1 Rettslig utgangspunkt

Det rettslige utgangspunkt for børsens vedtak er i hovedtrekk beskrevet som følger:

Børsen viser til løpende forpliktelser punkt 2.1 og at den samsvarer med likebehandlingsregelen slik den er formulert i vphl. § 5-14. Ifølge børsen må første og annet ledd i bestemmelsene sees i sammenheng ved vurderingen av om det foreligger brudd på likebehandlingsregelen og at:

vurderingstema blir i praksis om 1) 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 innehavernes bekostning, og i så tilfellet 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.

Børsen viser videre til redegjørelsen i Børssirkulære 2/2014, og skriver at det «ikke [er] 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».

Videre uttaler børsen følgende:

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 tilfellet bare dersom forskjellsbehandlingen er klart usaklig, grovt urimelig eller det er tatt utenforliggende hensyn.

5.2 Vurdering

Om det foreligger forskjellsbehandling

Børsen referer til at det kun var de fem største egenkapitalbevisiere (sett bort fra én forvalterkonto) som ble invitert til å delta i den rettede emisjonen, og at 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 sparebankstiftelsene hadde varslet at de ikke ville tegne seg for. Pareto og MP Pensjon fikk 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.

Børsen mener «det er utvilsomt at emisjonskursen på NOK 105 representerte 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».

Børsen skriver videre at:

Egenkapitalbevisiere 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 den rene at det er truffet tiltak som er egnet til å forskjellsbehandle Bankens egenkapitalbevisiere. 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 egenkapitalbevisierens felles interesser.

Om forskjellsbehandlingen er saklig begrunnet

Børsen skriver følgende om vurderingstemaet:

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.

Formålet om gradvis å styrke bankens egenkapital for å tilfredsstillende kommende regulatoriske krav til kjernekapitaldekning er ifølge børsen et legitimt formål, og må kunne antas også å komme øvrige egenkapitalbevisiere til gode. Børsen presiserer imidlertid at det etter deres syn ikke har foreligget noe akutt behov for økt soliditet.

Når det gjelder kravet til forholdsmessighet – fellesskapets vinning må veies mot ulempen for den enkelte – viser børsen til at de tidligere har uttalt at beslutningen neppe vil være saklig dersom det kan oppnås tilnærmet samme gevinst for selskapet med alternative tiltak som innebærer mindre inngrep i innehavernes rettigheter. Børsen understreker at «når rabatten er betydelig, som i dette tilfellet, så øker aktsomhetskravet til den videre prosessen».

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 egenkapitalbevisiere muligheten til å foreta en betydelig overtegning til en sterkt rabattert pris», og at disse tre egenkapitaleierne ved en forholdsmessig tegning måtte overtegnet seg med 460% i den rettede emisjonen. Børsen skriver videre at «[n]år Eika i tillegg ikke ville delta i den rettede emisjonen, ble denne skjevfordelingen ytterligere forsterket». Børsen viser herunder til at Paretos tildeling i den rettede emisjonen var 22,8 ganger større enn deres forholdsmessige eierandel tilsa.

Børsen mener det ville vært mulig i større grad å ivareta interessene til de mindre egenkapitalbevisiere ved gjennomføringen av den rettede emisjonen, og skriver at

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 generalforsamlingen 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 positiv for å ivareta likebehandlingskravet og at mange rettede emisjoner som gjennomføres i markedet i dag er forhåndsannonserte.

Børsen viser videre til sin uttalelse i Vedtak og uttalelser 2014 pkt. 4.1.1 (*Songa Offshore SE*) om 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». Videre finner børsen grunn til å kritisere at et vilkår for tegningen fra en investor etterkommes uten at tilbudet om tegning med tilsvarende rabatt har blitt rett mot flere enn to (tre med Eika) eksisterende eiere i tillegg til Sparebankstiftelsene.

Børsen viser til bankens kommentar om at man ved å kontakte de 20 største egenkapitalbevisiere kun ville økt tilbudskretsen med ytterligere 2,05% av eierandelen, og at eventuelle investorer som da ville blitt kontaktet i stor grad var privatpersoner. Børsen anfører at «[v]ed å rette tilbudet mot en større gruppe av eksisterende egenkapitalbevisiere ville Banken imidlertid sikret en mer betryggende prosess der man ville fått en bedre og bredere oversikt over interessen for egenkapitalbevisene».

Børsen konkluderer med at de aktsomhetskrav som påhviler banken og dets styrende organer ved gjennomføringer av rettede emisjoner ikke er ivaretatt.

Når det gjelder *reparasjonsemisjonens betydning* viser børsen til tidligere praksis og Børssirkulære 2/2014 og skriver 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 i foreliggende sak ble gjort til samme pris som den rettede emisjonen, og børsen mener den også ble gjennomført innen et akseptabelt tidsrom etter gjennomføringen av den rettede emisjonen, og at reparasjonsemisjonens størrelse var tilstrekkelig til å sikre at de egenkapitalbevisiere som tegnet seg i reparasjonsemisjonen beholdt sine organisatoriske rettigheter og sin forholdsmessige eierandel. Børsen mener imidlertid at kravet til likebehandling tilsier at de øvrige aksjonærer ikke utvannes *i forhold til de aksjonærer som fikk delta i den rettede emisjonen*, og skriver at innvanningen av Pareto og MP Pensjon er «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 minoritetsegenkapitalbevisiere».

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.

Sanksjon

Børsen opplyser at de ved to tidligere anledninger har ilagt sanksjoner for brudd på likebehandlingsregelen slik denne tidligere fremgikk av børsforskriften, jf. børsstyrets vedtak 25. juni 2003 Choice Hotels Scandinavia ASA (Vedtak og Uttalelser 2003 s. 78) og Børsklagenemndens sak 2/2006 Opticom ASA (Vedtak og Uttalelser 2006 s. 49).

Børsen skriver videre:

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 egenkapitalbevisiere 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.

6. Klagers anførsler

6.1 Utgangspunkt

Selskapet ber i klagen 14. oktober 2015 om at vedtaket oppheves. Selskapets anførsler i klagen er i hovedtrekk som følger:

Primært anfører klager at *vedtaket er ugyldig på grunn av uriktig faktum og rettsanvendelsesfeil*, og at det ikke foreligger overtredelse av løpende forpliktelser punkt 2.1 fordi «[d]en forskjellsbehandling som har funnet sted var saklig begrunnet og innbar ikke en urimelig fordel på bekostning av Banken eller egenkapitalbevisierne».

Subsidiært ber banken om at Børsklagenemnden overprøver børsens *skjønnsutøvelse*. Banken anfører herunder at børsen overprøver styret i bankens skjønsmessige vurderinger i en situasjon hvor forskjellsbehandlingen ikke var klart usaklig, grovt urimelig eller det ble tatt utenforliggende hensyn. En slik overprøving innebærer ifølge klager «en innskjerping av børsens og Børsklagenemndens faste praksis som det ikke er grunnlag for basert på den konkrete saken eller omstendighetene ellers. Oslo Børs har ikke kompetanse til slik overprøving».

Atter subsidiært anfører klager, for det tilfellet at brudd med likebehandlingsplikten konstateres, at bruddet ikke er et *vesentlig* brudd på selskapets løpendeforpliktelser, jf. løpende forpliktelser punkt 15.4, og at det dermed ikke er grunnlag for å ilegge overtredelsesgebyr.

Banken viser til at de har redegjort for de faktiske forhold i sitt brev til Oslo Børs 8. september 2015 med merknader til børsens forhåndsvarsel, og gir følgende oppsummering av sitt syn på saken:

- Banken var forut for emisjonene blant de lavest kapitaliserte sparebankene i Norge og hadde et legitimt og avgjørende behov for å styrke sin kapital som følge av nye kapitaldekningsregler. [...]
- Egenkapitalbevis er vesentlig forskjellig fra aksjer og en særnorsk ordning. Det er svært begrenset likviditet i dette instrumentet, særlig for de små og mellom store sparebankene, og investoruniverset for slike sparebanker er betydelig begrenset sammenlignet med allmennaksjeselskaper (eller tilsvarende utenlandske selskaper). En kapitalinnhentingssprosess for sparebanker generelt, og for Banken spesielt, kan ikke sammenliknes med tilsvarende prosesser for andre typer selskaper og må vurderes ut fra de mer begrensede kapitalkilder og handlingsalternativer som er tilgjengelige.
- Banken hadde en svært konsentrert eierstruktur, de to største eierne (sparebankstiftelsene) eide samlet 84,15% av egenkapitalbevisene, og disse hadde ikke kapital til å bidra med sine proratariske andeler i emisjonen. Etter krevende diskusjoner fikk Banken tilsagn om at sparebankstiftelsene kunne bidra med 75% av sine proratariske andeler til en kurs som de fant akseptabel og forutsatt lånefinansiering. Behovet for lånefinansiering medførte videre en tidkrevende (og regulert) saksbehandlingsprosess uten den fleksibilitet som er vanlig i ordinære transaksjoner.
- Av et kapitalbehov på NOK 175 millioner, kunne stiftelsene dekke NOK 130 millioner. De ytterligere 45 millioner måtte dekkes av øvrige eiere eller andre. Tredje største eier av egenkapitalbevis i Banken eide 1,47% og sjette største eier eide 0,5%. Banken oppnådde å få dekning for det resterende beløpet hos de fem største investorene. Etter Bankens beste vurdering var det svært få av de største eierne, utover investorene man henvendte seg til, som hadde vilje, evne eller tidligere historikk med betydelige eksponeringer i sparebanker. Utvalget av investorer som ble kontaktet var basert på objektive kriterier, og selv om man ofte ser at flere investorer blir kontaktet i en rettet emisjon i form av antall, ble langt flere invitert enn normalt når man ser på andel i eierskap. Det var også sentralt at den ene investoren (Pareto) forutsatte en allokering i størrelsesorden minimum NOK 30 millioner. Tegningen medførte at Pareto og MP Pensjon ville få en større andel av den rettede emisjonen enn eierandelen skulle tilsi som følge av stiftelsenes lave deltakelse.
- Banken, i samråd med tilretteleggerne, foretok en grundig vurdering av mottatte tegninger opp mot alternativer om å gå til ytterligere eiere; med den overhengende risikoen for at Pareto ville trekke sin tegning. Hvis denne tegningen hadde blitt trukket, ville Banken etter beste vurdering ikke hatt reelle alternativer blant de øvrige eierne til å dekke opp NOK 30 millioner. Denne risikoen ble vurdert som uforsvarlig gitt Bankens kapitalbehov og de særlige alvorlige konsekvenser for en bank av å feile med en kapitalinnhenting.
- Kursen på Bankens egenkapitalbevis steg i perioden forut for emisjonene, noe som medførte at rabatten i emisjonene isolert sett kan fremstå som ikke ubetydelig. Kursoppgangen i perioden frem mot annonsering av emisjonen var basert på små volumer og syntes bl.a. basert på en forventning om økt utbyttekapasitet, noe det ikke var grunnlag for. Volumveid

gjennomsnittskurs over en noe lengre periode viser at rabatten ikke er vesentlig. Det er anledning til å hensynta slik snittkurs særlig når volumet er svært lavt som i dette tilfellet.

- Strukturen forutsatte gjennomføring av en reparasjonsemisjon raskt, til samme kurs og med full anledning til å opprettholde eierandel for de som ikke fikk anledning til å delta i den rettede emisjonen. Forskjellsbehandlingen medførte således ikke en skade for øvrige egenkapitalbevisiere, men at disse gikk glipp av en potensiell oppside ved å kunne vekke seg opp i egenkapitalbevisene. Reparasjonsemisjonen ble vesentlig overtegnet, og de som overtegnet fikk anledning til i snitt å øke sin eksponering med 45%. Det var likevel bare 44% av eierne som tegnet seg i reparasjonsemisjonen, og bare 54% av ansatteemisjonen ble tegnet. En fortrinnsrettsemisjon ville gitt samme resultat ved at stiftelsene hadde solgt eller gitt fra seg tilsvarende tegningsretter. Det har formodningen mot seg at resultat etter lovens utgangspunkt er usaklig eller urimelig.
- Klage fra Espedal & Co AS («Espedal») ble fremlagt til særskilt behandling i representantskapet i forbindelse med vedtakelse av emisjonene. Representantskapet godkjente enstemmig emisjonene, herunder samtlige representanter for egenkapitalbevisierne. Finanstilsynet har gitt alle påkrevde godkjenninger til emisjonene, inkludert særskilt for tegningskursen. Av 837 egenkapitalbevisiere i Banken, er det én som formelt har klaget.
- Banken har forståelse for at det utenfra og i ettertid kan se ut som det var andre tilgjengelige handlingsalternativer enn den valgte fremgangsmåten. Vurderingen til Banken var imidlertid at situasjonen der og da tilsa at det ikke forelå gode alternativer innenfor de risikorammer som var forsvarlige. Børsen har etter Bankens syn ikke forutsetning for fullt ut å sette seg inn i de forretningsmessige vurderinger Banken har foretatt på de relevante tidspunktene. Dette er også bakgrunnen for at Oslo Børs tidligere har lagt til grunn at den ikke kan eller vil overprøve selskapets skjønn med mindre det er klart usaklig, grovt urimelig eller det er tatt utenforliggende hensyn. Dette prinsippet er gjentatt av Oslo Børs senest i børs sirkulære i 2014. Banken minner også om domstolenes tilbakeholdenhet med å overprøve styrets forretningsmessige vurderinger i styreansvarssaker. Det skal således mye til før Oslo Børs skal overprøve dette skjønnet. I nærværende sak er det ikke tatt utenforliggende hensyn, det er ikke klart usaklig skjønn og heller ikke grovt urimelig resultat.
- Siden Choice-saken i 2003 (den første saken der likebehandlingsregelen ble sanksjonert) er det gjennomført 1 250 rettede emisjoner på Oslo Børs. Bare i to saker tidligere har børsen ilagt overtredelsesgebyr. Begge disse sakene gjaldt forskjellsbehandling i forbindelse med maktkamper i selskapene, som var et utenforliggende hensyn og en helt annen situasjon enn kapitalinnhentingsprosessen i Banken. Vedtaket, som påklages her, er klart i strid med tidligere praksis og børsens egne uttalte prinsipper. Det finnes ikke holdepunkter i lov, praksis eller hensyn som taler for slik praksisendring.

6.2 Faktiske forutsetninger for vedtaket

Klager anfører at faktiske feil ved vedtaket har «avgjørende innvirkning på vurderingen av emisjonens saklighet og forholdsmessighet, styrets uaktsomhet og resultatet av emisjonenes rimelighet».

Klager mener for det første at Oslo Børs har vurdert bankens kapital situasjon feilaktig. Klager viser til at børsen i vedtaket legger vekt på at det ikke har foreligget noe akutt behov for økt soliditet. Klager redegjør nærmere for hvorfor de mener børsen har undervurdert hvor avgjørende det fremstod for banken å sikre en forsvarlig kapitalisering.

For det andre anfører klager at børsen har basert sin vurdering på et feilaktig faktisk grunnlag når den kategoriserer emisjonsrabatten som betydelig. Banken mener det er spesielle forhold som gjør seg gjeldende i denne saken, og redegjør blant annet for hvorfor de mener det er grunn til å se hen til en lenger periode enn kun de siste 30 dagene forut for emisjonen.

Klager anfører for det tredje at handlingsalternativene anført av børsen var for usikre for banken. Banken redegjør herunder for hvorfor de er uenig i børsens vurdering om at det for banken fremsto som realistisk å plassere den rettede emisjonen ved å kontakte et bredere antall egenkapitalbevisiere og derved måtte gjennomføre den rettede emisjonen uten Paretos tegning. Klager skriver blant annet at:

[g]itt også den ekstraordinære risikoen ved feilede kapitaltransaksjoner for sparebanker eller spekulasjoner knyttet til en sparebanks soliditet, som beskrevet nedenfor, mener Banken at det var vesentlige svakheter ved å velge en slik fremgangsmåte fremfor den valgte modellen for den rettede emisjonen. Særlig i lys av risikoen knyttet til å feile i emisjonen, var Banken tvunget til å velge den sikre ruten fremfor den usikre. Noe annet ville vært uforsvarlig.

Klager viser videre til børsens anførsel om at en forhåndsannonsering av emisjonen ville åpne for tilfang av tegninger fra en bredere krets egenkapitalbevisiere, og redegjør for hvorfor banken mener «Oslo Børs undervurderer effekten av krav til soliditet for sparebanker og den ekstraordinære gjennomføringsrisikoen forbundet med emisjoner som følge av risiko for spekulasjoner i en banks soliditet». Klager skriver at «[i]nvestormassen i sin helhet var etter bankens vurdering tjent med lav gjennomføringsrisiko og sikkerhet for at kapital ble skaffet til veie». Klager redegjør for hvordan banken vurderte gjennomføringsrisikoen, og hvorfor banken mente at en modell med en offentlig annonsert emisjon har «vesentlige svakheter sammenlignet med den valgte modellen for den rettede emisjonen».

Klager anfører for det fjerde at Oslo Børs feilaktig har lagt til grunn at interessen i reparasjonsemisjonen tilsier stor investeringsvilje blant bankens egenkapitaleiere for den rettede emisjonen. Klager skriver at «[i]nformasjon om slik overtegning var ikke tilgjengelig for Banken på beslutningstidspunktet. Når børsen likevel vektlegger dette må det være fordi den mener Banken burde forstått det» og klager hevder at «[s]elv om Banken på beslutningstidspunktet skulle ha visst hva tegningsresultatet skulle bli, er dette likevel ingen god indikator på tegningsinteressen i en ikke-annonsert rettet emisjon». Klager redegjør herunder for i) hvorfor den mener «det er en vesentlig forskjell på å tegne i en reparasjonsemisjon der investorene vet at Banken allerede var sikret tilstrekkelig kapital og å tegne i en forutgående rettet emisjon», ii) konsekvensen av at banken ville måttet kontakte de neste 18 største egenkapitalbevisierne for å oppnå en overtegning på ca. NOK 30 millioner som kunne veid opp for bortfallet av Paretos bestilling i den rettede emisjonen, og iii) hvorfor ikke overtegningen i reparasjonsemisjonen nødvendigvis er et utslag av bred tegningsinteresse selv om overtegningen på ca. 220% fremstår som en stor overtegning isolert sett.

For det femte anfører klager at børsen har vurdert ulempene for egenkapitalbevisierne feilaktig. Klager redegjør herunder for at de forskjellsbehandlete egenkapitaleierne gikk glipp av en mulighet, snarere enn å lide tap, samt «at innvanningen av MP Pensjon og Pareto ikke medførte noen endringer i strategiske posisjoner i Banken i den forstand at disse ikke har opparbeidet seg ytterligere organisatoriske rettigheter eller vært gjort som ledd i en eierkonflikt/maktkamp», og at investorene som ikke fikk anledning til å delta i den rettede emisjonen «kunne oppleve at resultatet ble identisk med fortrinnsrettsemisjon dersom sparebankstiftelsene hadde besluttet å selge, eller sågar gitt bort, tegningsretter tilsvarende størrelsene til Pareto og MP Pensjon (eller andre investorer)».

6.3 Likebehandlingsplikten

Det er ifølge klager forholdsmessighet mellom fordelene banken oppnår gjennom emisjonene og «den begrensede ulempen egenkapitalbevisiere påføres ved at to egenkapitaleiere oppnår en økt eksponering som følge av at sparebankstiftelsene ikke deltok fullt ut med sine proratariske andeler», og det er derfor ikke brudd på likebehandlingsplikten.

Forholdsmessighetsvurderingen må ifølge klager bygge på et helhetlig skjønn, og klager viser blant annet til følgende forhold, som nærmere redegjort for i klagen:

Klager mener kapital situasjonen tilsa at banken hadde et større handlingsrom ved forskjellsbehandlingen enn i et normalt tilfelle der banken for eksempel skulle gjennomføre en emisjon for å finansiere vekst.

Videre var det ifølge klager begrensede muligheter til å velge en alternativ tegningskurs og sparebankstiftelsens behov for lånefinansiering tvang frem at tegningskursene måtte avgjøres langt tidligere enn hva som er vanlig for rettede emisjoner generelt.

Vurderingen av hvor mange egenkapitalbevisiere som skal kontaktes i en rettet emisjon, må ifølge klager skje basert på en konkret vurdering i hvert enkelt tilfelle, og det vil alltid være noen egenkapitalbevisiere som befinner seg rett under «stoppstreken». Bankens valg av de fem største eierne bygget på et objektivt kriterium, og klager redegjør nærmere for hvorfor denne avgrensingen ble valgt.

Premisser fra tegnerne nødvendiggjorde ifølge klager en risikovurdering av gjennomførbare alternativer, og klager hevder at fremgangsmåten for gjennomføring av emisjonen ble valgt etter en særlig omfattende saksbehandling med nøye vurderinger av mulige alternative strukturer, bankens kapitalbehov, og også hensyntatt vurderingene av ulempen for øvrige egenkapitalbevisiere ved forskjellsbehandlingen. Klager viser herunder til at temaet i tillegg til å bli behandlet av bankens styre og vurdert av bankens profesjonelle rådgivere, også har vært gjenstand for enstemmig behandling av representantskapet, som da blant annet var kjent med klagen fra Espedal, og at Finanstilsynet ga tillatelse til emisjonen uten innvendinger til emisjonen som sådan eller tegningskursen.

Klager skriver at et viktig punkt i vurderingen av transaksjonsstruktur var «at reparasjonsemisjon skulle vedtas samtidig, gjennomføres innen kort tid til samme kurs og medføre at alle egenkapitalbevisiere i Banken fikk mulighet til fullt ut å opprettholde sin proratariske eierandel i Banken», og videre at «[i] denne saken fikk egenkapitalbevisiere som ønsket å øke sin eierandel i reparasjonsemisjonen anledning til det med i snitt ca. 45% tildeling av overtegningen. Resultatet ble dermed vesentlig større reparasjon enn hva som er markedspraksis».

6.4 Skjønnsutøvelsen

Klager anfører at det synes tvilsomt om børsen har kompetanse til å overprøve bankens skjønn, med mindre det er tatt utenforliggende hensyn, skjønnen er klart usaklig eller det er grovt urimelig resultat.

Klager viser blant annet til juridisk litteratur (Tidsskrift for Forretningsjus nr. 1 for 1995 «Børsens kontroll av aksjerettslige forhold»), Vedtak og uttalelser 1998 s. 89, Vedtak og

uttalelser 2003 s. 78, børsens brev til Elkem 19. mars 2002, børs sirkulære 2/2014 og Vedtak og uttalelser 2006 s. 66, og skriver at «Børsens praksis har entydig unnlatt å sanksjonere forskjellsbehandling som ligger innenfor styrets forretningsmessige skjønn» og videre at «[l]ovgivers valg om ikke å sanksjonere brudd på bestemmelsen, samt den begrensede veiledningen i både forarbeider og praksis, tilsier at Oslo Børs bør utvise varsomhet ved sanksjonering av eventuelle brudd på bestemmelsen».

Klager mener at «[i] den nærmere anvendelsen av likebehandlingsprinsippet vil det også være relevant å se hen til aksjelovens bestemmelser om likebehandling, myndighetsmisbruk og styreansvar», og redegjør nærmere for denne anførselen, samt rettspraksis på området.

På denne bakgrunn mener klager at spørsmålet blir «om styrets vurderinger har vært klart usaklige, om det er tatt utenforliggende hensyn i vurderingene eller om resultatet av emisjonene er grovt urimelig. Det bemerkes at det etter ordlyden må anses som å foreligge en høy terskel for å kategorisere noe som 'klart usaklig' eller 'grovt urimelig'»

Ifølge klager har banken foretatt grundige og saklige vurderinger ved fastlegging av transaksjonsstruktur og prising i emisjonene, og det foreligger ingen habilitetsutfordringer. Klager viser videre til Oslo Børs' uttalelse i vedtaket om at det er en grense for hva styret på vegne av egenkapitalbeviserfellesskapet kan akseptere av betingelser stilt fra investorer/eier i forbindelse med transaksjoner, og kommenterer at det «er uklart om Oslo Børs mener at styrets vektleggelse av dette kravet er et utenforliggende hensyn eller som en del av forholdsmessighetsvurderingen». Klager mener banken kunne akseptere tegningen som følge av at kravet fra investorene er «et ikke unormalt krav fra institusjonelle investorer ved plasseringer av egenkapitalinstrumenter og at alternative handlingsmåter ikke var gjennomførbare».

Spørsmålet er da ifølge klager «om emisjonene har medført et urimelig resultat». Klager mener det «har formodningen mot seg at et resultat som kan fremkomme ved en struktur som er lovens normalordning og derved åpenbart er lovlig, kan representere et 'grovt urimelig' resultat». Klager viser at resultatet hadde blitt det samme i en fortrinnsrettsemisjon dersom sparebankstiftelsene hadde besluttet å selge (eller gi bort) tegningsretter tilsvarende størrelse til Pareto og MP Pensjon (eller andre investorer), og videre at de forskjellsbehandlede egenkapitalbeviserne gikk glipp av en mulighet til å øke sin eksponering, fremfor ikke ha mulighet til å opprettholde sin eksponering.

6.5 Vilkår om vesentlig overtredelse

Børsen har etter børsforskriften § 31 og løpende forpliktelser pkt. 15.4 hjemmel til å sanksjonere ved «vesentlige» brudd på utsteders forpliktelser. Klager anfører at et eventuelt brudd på likebehandlingsplikten under enhver omstendighet ikke kan anses som «vesentlig».

Klager gjennomgår børsens tidligere praksis, sammenlikner den med omstendighetene i foreliggende sak, og anfører at:

De forhold som tidligere har begrunnet reaksjon fra børsens side foreligger ikke i denne saken. Dette taler for at en overtredelse uansett ikke er vesentlig eller foranledninger en reaksjon fra børsens side. Dersom Oslo Børs i denne saken skulle velge å sanksjonere et eventuelt konstatert brudd på likebehandlingsprinsippet vil dette, særlig i lys av Choice Hotels-,

Opticom, REC – og Songa-sakene nevnt over, fremstå som en vesentlig skjerping av Oslo Børs' sanksjonspraksis.

Klager viser til at børsen i vedtaket begrunner innskerpingen av praksis med «føringer i børssirkulære 2/2014 og overtredelsens alvorlige karakter». Ifølge klager gir sirkulæret uttrykk for børsens forståelse av likebehandlingsbestemmelsen og at børsen vil ha økt fokus på likebehandling fremover, men det fremgår ikke av sirkulæret at «børsen vil skjerpe sanksjonering, legge en annen rettslig forståelse til grunn eller at styrets forretningsmessige skjønn skal overprøves i større grad enn tidligere» og videre at «[a]lminnelige forvaltningsrettslige prinsipper tilser at det skal mye til for at børsen skal skjerpe sin faste praksis betydelig rett i etterkant av offentliggjøring av et sirkulære hvor nettopp denne faste praksisen blir stadfestet».

Klager viser også til at av bankens 837 egenkapitalbevisiere er det kun én som formelt har klaget, og det har ikke vært «nevneverdig medieoppslag utover intervjuer med klager» eller «offentlig kritikk av emisjonene fra bransjeorganer». Dette taler ifølge klager for at det «ikke foreligger børsrettslige hensyn som presserende taler for en sanksjon». Klager mener eventuell misnøye med et slikt vedtak synes mer å være et selskapsrettslig anliggende enn børsrettslig, og viser herunder til at børsregelverket har et annet formål enn det selskapsrettslige.

For øvrig må det ifølge klager «ha betydning at forskjellsbehandlingen ikke skjedde på bekostning av eierne eller Banken. Overtildelingen har skjedd på bekostning av de to sparebankstiftelsene» og videre at «[d]et er altså snakk om at noen ikke fikk den samme fordel som Pareto og MP Pensjon. Selv om dette er forskjellsbehandling er dette en tilfeldig fordel som man som egenkapitalbevisier i utgangspunktet ikke kan ha noen forventning om å få».

7. Børsens merknader til klagen

Klagen ble ved brev 28. oktober 2015 oversendt Børsklagenemnden for behandling sammen med børsens merknader til klagen. Børsen skriver blant annet følgende i sine merknader:

Hensynet bak reguleringen av likebehandling og Børsens varslede fokus på emisjonspraksis som fremgår av Børssirkulæret er at utstedernes etterlevelse av likebehandlingskravet er av stor betydning for å kunne sikre markedets integritet og tillitt, herunder for å sikre at minoritetseierens interesser ikke blir tilsidesatt. Et økt fokus på emisjonspraksis har betydd at Oslo Børs etter et bevisst valg bruker mer ressurser på, og ser nærmere på spørsmål som gjelder likebehandling, herunder rettede emisjoner. Å sikre at slike grunnleggende prinsipper overholdes av markedsaktørene er en nødvendig og viktig del av Børsens kontrollfunksjon.

Som fremholdt har Børsen, under henvisning til de overordnede hensyn til integritet og tillitt, skjerpet sin kontroll med etterlevelsen av bestemmelsen om likebehandling. At Børsen kan prøve og sanksjonere utstederes skjønn knyttet til likebehandlingsspørsmål følger direkte av børsens egne regler LF pkt. 2.1 og 15.4, jf. børsforskriften § 31.

[...]

Når det gjelder bakgrunnen for transaksjonen har Oslo Børs vist til at hensynet til en fornuftig kapitalisering i seg selv fremstår som et legitimt formål, men fastholder at kapital situasjonen ikke fremstår som påtrengende slik situasjonen har vært i enkelte øvrige saker som gjelder likebehandling, se blant annet REC-saken. Etter Oslo Børs syn vil dette derfor ikke være et moment som kan gi styret et større handlingsrom ved avvik fra hovedregelen om fortrinnsrett for eksisterende egenkapitalbevisiere. Børsen har ikke overprøvd Bankens grunnleggende

premiss om at det var nødvendig med tiltak for å styrke Bankens rene kjernekapital, men legger til grunn at de vurderinger som foretas av styret i den konkrete situasjon må fremstå som saklige, samtidig som slike tiltak ikke medfører et uforholdsmessig eller grovt urimelig resultat. Tidsmomentet i saken indikerer også at styret hadde rimelig tid og anledning til å foreta grundige vurderinger for å sikre en forsvarlig prosess.

[...]

Strukturen Banken la opp til innebar at Pareto og MP Pensjon ble gitt anledning til å tegne seg til en vesentlig rabatt i den rettede emisjonen – i en størrelsesorden som gikk langt utover deres relative eierskap i Banken. Etter Oslo Børs syn var dette ikke en tilfeldig fordel som tilfalt Pareto og MP Pensjon, men en tilsiktet fordel som ble gitt til kun to av Bankens eksisterende egenkapitalbevisiere på bekostning av fellesskapet. Strukturen innebar også at det ville være umulig å reparere overtildelingen ved gjennomføring av reparasjonsemisjonen. Det er riktig slik Banken påpeker i klagen at det ikke har forekommet en utvanning av minoritetseierne relativt sett, men transaksjonen var egnet til og resulterte i at Pareto og MP Pensjon oppnådde en uforholdsmessig og grovt urimelig fordel, som ut fra Børsens syn ikke er saklig begrunnet.

Som nærmere redegjort for i vedtaket anser Oslo Børs overtredelsen som vesentlig, og 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 derfor grunn til å sanksjonere Banken med overtredelsesgebyr i det foreliggende tilfellet. Det vises forøvrig til Børsens vedtak.

Børsen opprettholder på denne bakgrunn vedtaket.

8. Klagers merknader

I brev 10. november 2015 kommenterer klager børsens merknader.

8.1 Feil rettsanvendelse og skjønnsutøvelse

Ifølge klager bruker børsen betegnelsen «alvorlig» som karakteristikk av forskjellsbehandlingen i vedtaket, mens børsen i sine merknader bruker karakteristikk som «grovt urimelig» og «grovt urimelig fordel». Klager hevder at førstnevnte forskjellsbehandling ikke ligger innenfor børsens overprøvings- og sanksjonskompetanse, bl.a. under henvisning til at Oslo Børs i børs sirkulære 2/2014 har tilkjennegitt at de vil øke sin kontroll med likebehandlingsspørsmålet, men ikke endre norm. Klager anfører at børsens begrepsendring er en tilpasning som ikke kan tillegges betydning, da det i så tilfellet ville være tale om endret begrunnelse for vedtaket og derved et nytt vedtak, og banken fastholder på denne bakgrunn at Oslo Børs ikke har kompetanse til å overprøve bankens skjønnsutøvelse i nærværende sak.

8.2 Feil anvendelse av faktum

Klager mener det er feil når børsen legger til grunn at bankens situasjon som følge av kapitalkrav ikke var relevant ved vurderingen, og at «[b]anken hadde på ingen måte 'fritt handlingsrom' hva gjelder timing, prosess eller transaksjonsstruktur». Klager oppsummerer deler av begrunnelsen fra klagen, herunder at banken ikke hadde anledning til å unnlate å gjennomføre kapitalinnhenting, at stiftelsene hadde absolutte grenser idet at de ikke kunne delta med sine proratariske andeler og at en andel av emisjonen måtte plasseres på andre, at å feile en emisjon er svært alvorlig for en utsteder, særlig for en bank med et regulatorisk

kapitalbehov, at en annen transaksjonsstruktur ble grundig vurdert, og ansett som uforsvarlig, at investoruniverset for små og mellomstore sparebanker er svært snevert og medfører andre rammevilkår for innhenting i en kapitalinnhentingsprosess, at banken hadde svært konsentrert eierstruktur, hvor de to største eierne som til sammen eide 84,15 % ikke hadde anledning til å bidra med sine proratariske andeler. Klager anfører på denne bakgrunn at «Oslo Børs ikke i tilstrekkelig grad har tatt dette innover seg eller hvordan disse rammevilkårene satt klare begrensinger for hvilke forsvarlige handlingsalternativer som var tilgjengelige for Banken».

Klager skriver videre at Oslo Børs synes å mene at fremlagte styreprotokoller ikke dokumenterer en forsvarlig prosess. Klager viser til prosessen redegjort for i klagen og anfører at «det i denne saken var en særlig grundig og betryggende prosess innad hos Banken hva gjelder spørsmål om likebehandling». Klager mener herunder at styrets vurderinger var grundige og saklige, og at i denne saken ble spørsmålet også satt på spissen for styrets overordnede organ, som godkjente emisjonen enstemmig.

Ifølge klager er rabatten i nærværende sak «ikke så stor som børsen synes å mene, men heller sammenliknbar med tilværende transaksjoner. Klager viser også til at børsen sammenlikner bankens kapitalinnhentingsprosess med Sparebanken Møre og Melhus Sparebank, og klager redegjør for hvorfor de mener verken ovennevnte banker eller emisjoner er sammenliknbare med nærværende sak.

9. Børsklagenemndens vurdering

Hovedspørsmålet i saken er om likebehandlingsregelen i verdipapirhandelloven § 5-14 og punkt 2.1 i de løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper er overtrådt. Børsklagenemnden behandler først de rettslige utgangspunkter for denne vurderingen, herunder de anførsler som er gjort gjeldende om at vedtaket innebærer en endring av praksis som det ikke er grunnlag for og at Oslo Børs ikke har kompetanse til å overprøve bankens skjønsmessige vurderinger i saken.

Det verdipapirrettslige likebehandlingsprinsipp

Kravet til likebehandling i verdipapirretten kom opprinnelig inn i børsforskriften av 1994. Den ble i 2007 videreført i verdipapirhandelloven § 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 utstedere. Det samme gjelder ved omsetning eller utstedelse av finansielle instrumenter eller rettigheter til slike innen konsern som utsteder inngår i.

I forbindelse med at bestemmelsen ble overført til verdipapirhandelloven, ble tilsynet med den lagt til Finanstilsynet. Finanstilsynet har ikke hjemmel til å sanksjonere brudd på bestemmelsen. Børsen har imidlertid inntatt en likelydende bestemmelse i de løpende

forpliktelser punkt 2.1 og kan ilegge overtredelsesgebyr ved vesentlige brudd på bestemmelsen, jf. børsforskriften § 31 og løpende forpliktelser punkt 15.4.

Bestemmelsens første og annet ledd må ses i sammenheng. Ved anvendelsen av bestemmelsen må det først vurderes om det er truffet tiltak som kan utsette innehaverne av de finansielle instrumentene for forskjellsbehandling eller er egnet til å gi en fordel for en innehaver eller andre på bekostning av andre innehavere eller utsteder. Dersom dette er tilfellet, må det vurderes om forskjellsbehandlingen har et saklig og forsvarlig (ikke urimelig) grunnlag sett i forhold til utsteders og innehavernes felles interesser.

Likebehandling er et grunnleggende prinsipp i verdipapirhandelsretten. Prinsippet har stor betydning i det regulerte marked for å sikre markedets integritet og tilliten til markedet. Det gir et minoritetsvern. Som fremholdt av børsen påtar selskaper som inviterer småaksjonærer til å delta med risikokapital seg et særlig ansvar for å ivareta også deres interesser.

Endring av praksis

I klagen er anført at vedtaket i saken ikke er i tråd med tidligere praksis og innebærer en vesentlig skjerpning av børsens praksis som det ikke er grunnlag for.

Oslo Børs har i Børssirkulære nr. 2/2014, datert 3. september 2014, behandlet temaer om likebehandling, særlig i forhold til rettede emisjoner. Bakgrunnen fremgår blant annet i Børsstyrets vedtak i saken:

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 av 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.

Børsklagenemnden bemerker at det påligger børsen å følge utviklingen i det regulerte marked nøye, jf. børsloven § 27 og børsforskriften kapittel 4. I utviklingens medfør kan det nødvendigvis endring i eller innskjerping av praksis. Rammen for hvilke praksisendringer som kan skje, ligger i regelverket for virksomheten og eventuelle andre rettslige skranker, og det er en forutsetning at endringen praktiseres konsekvent. Innenfor samme rammer kan det gjøres endringer i sanksjonspraksis.

Børsstyret har i vedtaket omtalt enkelte andre saker om likebehandlingsprinsippet og gitt uttrykk for at overtredelsesgebyr i den foreliggende sak er en strengere reaksjon enn det som har vært praksis tidligere. I utgangspunktet vil dette være en naturlig oppfølging av en innskjerping av praksis på området. De omhandlede sakene er avgjort før Børssirkulære nr. 2/2014. Sirkulæret er publisert i god tid før emisjonsprosessen i foreliggende sak ble påbegynt og har vært kjent for banken, jf. bankens uttalelse av 5. juni 2015.

Børsens kompetanse ved prøvingen

Banken gjør i klagen gjeldende at vedtaket innebærer at børsen overprøver de skjønsmessige vurderinger styret i banken har foretatt i en situasjon hvor forskjellsbehandlingen ikke var klart usaklig, grovt urimelig eller det ble tatt utenforliggende hensyn. En slik overprøving innebærer etter klagers oppfatning en endring av praksis som ligger utenfor Oslo Børs kompetanse. Børsens adgang til å overprøve skjønsmessige beslutninger av et selskapsorgan bør anses begrenset etter retningslinjer i tråd med de som gjelder for domstolenes prøving av forvaltningens frie skjønn.

Spørsmålet er ikke nærmere behandlet av Børsklagenemnden tidligere. Det er imidlertid omtalt i saken om overtredelsesgebyr til Opticom ASA, vedtak og uttalelser 2006 på side 66. Nemnden viste til artikkel av Marius Ryel om «Børsens kontroll av aksjerettslige forhold» i Tidsskrift for Forretningsjus nr. 1 for 1995 side 63 flg. som uttalte «sympati» for det syn banken gjør gjeldende i foreliggende sak. Det ble også vist til Filip Truyens avhandling «Aksjonærenes myndighetsmisbruk» fra 2004, hvor han på side 272 konkluderer med at man ikke på generell basis kan begrense domstolsprøvelsen av generalforsamlingens hensiktsmessighetsskjønn. I den saken var det imidlertid ikke nødvendig å gå nærmere inn på prøvingsspørsmålet.

Børsklagenemnden vil først vise til at det overordnede rettslige rammeverket ikke oppstiller begrensninger i børsens kompetanse i saker om likebehandlingsprinsippet. Etter loven skal børsen ha en høy faglig kompetanse, ledes av et kollegialt organ, og i sin overvåkingsfunksjon ha en rask og sikker tilgang til informasjon og en særlig nærhet til markedet. Som følge av dette er utgangspunktet ved prøvingen et annet enn ved domstolskontrollen med forvaltningen. Børsklagenemnden vil også bemerke at reglene om domstolens prøving av forvaltningens vedtak har tatt utgangspunkt i situasjoner hvor forvaltningen har utøvd et fritt skjønn. I denne saken er det tale om å vurdere om et regelbundet krav om likebehandling er oppfylt, hvor samme begrensning i prøvelsesadgangen ikke er naturlig.

Noe annet er spørsmålet om prøvingsintensiteten i forhold til de forretningsmessige vurderinger selskapet har foretatt. Børsstyret har uttalt at børsen ved håndhevelsen av bestemmelsen om likebehandling vil være forsiktig med å sette sitt skjønn over det forretningsmessige skjønn og den bransjekunnskap som ligger til grunn for utsteders finansielle og operative mål, men at det er skranker for det skjønn og de valgmuligheter utsteder har. Børsklagenemnden er enig i at det er grunn til en viss tilbakeholdenhet, alt etter karakteren av de vurderinger som det gjelder og den prosess som har funnet sted.

I forlengelsen av uttalelsen om tilbakeholdenhet ved overprøvingen gjentar Børsstyret det som er uttalt i Børssirkulære nr. 2/2014 om at «børsen i tidligere saker (har) uttrykt at man som utgangspunkt ikke vil overprøve selskapets vurdering av rimelighet og saklighet, og i tilfelle bare dersom forskjellsbehandlingen er klart usaklig, grovt urimelig eller der det er tatt utenforliggende hensyn». Det er uklart om Oslo Børs i sirkulæret har fraveket dette utgangspunktet. Slik forholdene i denne saken ligger an, har dette ikke betydning for Børsklagenemndens avgjørelse.

I sitt nærmere begrunnede vedtak peker Børsstyret på at banken ikke har ivaretatt de aktsomhetskrav som påhviler den og viser til overtredelsens alvorlige karakter. I merknadene til klagen er uttalt at transaksjonen «var egnet til og resulterte i at Pareto og MP Pensjon oppnådde en uforholdsmessig og grovt urimelig fordel som det etter børsens syn ikke var

saklig grunnlag for». Børsklagenemnden kan ikke se at dette innebærer en ny, etterfølgende begrunnelse for vedtaket, som anført av banken. Om karakteristikken ikke er akkurat de samme, er det de samme faktiske og rettslige forhold og vurderinger som har vært avgjørende. Børsklagenemnden går etter dette over til den konkrete vurderingen av saken.

Foreligger det forskjellsbehandling?

Det er ubestridt at det foreligger forskjellsbehandling. Ettersom sparebankstiftelsene ikke hadde anledning til å tegne seg for sin proratariske andel av den planlagte emisjonen, ble Pareto og MP Pensjon gitt anledning til å tegne seg for den del av emisjonen som stiftelsene hadde varslet at de ikke ville tegne seg for. Dette resulterte i at disse selskapene fikk 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. Emisjonskursen var NOK 105 og innebar utvilsomt en rabatt, selv om det er uenighet om vurderingen av rabattens størrelse. Den etterfølgende reparasjonsemisjonen ga ikke de øvrige egenkapitalbevisene mulighet til å foreta en tilsvarende overtegning som Pareto og MP Pensjon.

Anførselene om at Børsstyrets vedtak bygger på feil faktum

Bankens kapital situasjon

I Børsstyrets vedtak heter det:

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

Banken gjør gjeldende at Børsstyret har undervurdert hvor avgjørende det fremsto for banken å sikre en forsvarlig kapitalisering – hensyntatt de kommende regulatoriske krav til ren kjernekapital – før en direkte akutt situasjon oppsto. [REDACTED]

I sine merknader til klagen uttaler Børsstyret at kapital situasjonen ikke fremstår som påtrengende slik situasjonen har vært i enkelte andre saker om likebehandlingsprinsippet. Tidsmomentet indikerer at styret hadde rimelig tid og anledning til å foreta grundige vurderinger for å sikre en forsvarlig prosess.

Dokumentasjonen fra bankens side forut for Børsstyrets vedtak og det som er fremlagt i klagen gir etter Børsklagenemndens syn ikke grunnlag for å betegne situasjonen for banken som akutt, selv om det var meget viktig å få styrket bankens kjernekapitaldekning innen rimelig tid. Det var verken en situasjon som var kommet helt brått på eller krevde en løsning omgående. Børsklagenemnden kan således ikke se at det er feil ved faktum når Børsstyret i saken har lagt til grunn at situasjonen ikke var akutt.

Sammenligningsgrunnlaget ved vurdering av rabattens størrelse

Børsstyret har vist til kursen på egenkapitalbevisene i perioden forut for offentliggjøringen av emisjonen og funnet det utvilsomt at emisjonskursen på NOK 105 representerte en betydelig rabatt.

I klagen anføres at det foreligger spesielle forhold som gjør at det ved vurderingen av rabattens størrelse ikke er riktig å ta utgangspunkt i egenkapitalbeviskursen i perioden før annonsering av emisjonen, men at man bør se hen til en lenger periode.

Børsklagenemnden bemerker at det ikke er bestridt at det faktum som er lagt til grunn i Børsstyrets vedtak er riktig og at det er bygget på vanlige utgangspunkter ved kvantifisering av slike rabatter. Spørsmålet om det i dette tilfellet gjør seg gjeldende særlige omstendigheter som bør føre til en annen vurdering av rabatten, hører under rettsanvendelsen i saken.

Anførselene om feil faktum for øvrig

Heller ikke på de andre punkter som er anført som feil faktum, at handlingsalternativene var for usikre for banken, at det ikke er grunnlag for å legge til grunn at interessen i reparasjonsemisjonen tilsier stor investeringsvilje blant egenkapitalbeviserne for den rettede emisjonen og at ulempene for egenkapitaleierne er vurdert uriktig, kan Børsklagenemnden se at det er feil ved faktum i Børsstyrets vedtak. Også her dreier det seg snarere om innsigelser mot den nærmere konkrete rettsanvendelsen.

Vurderingen av realiteten i saken

Børsklagenemnden tar utgangspunkt i at emisjonen gjelder egenkapitalbevis i banker, ikke aksjer i allmennaksjeselskaper.

Emisjonen hadde et fullt saklig og legitimt formål i bankens kapitalbehov som klart må anses å ha betydning for alle egenkapitalbeviserne. Som tidligere omtalt, forelå det imidlertid etter Børsklagenemndens syn ikke noen akutt økonomisk situasjon, og det forelå heller ikke andre omstendigheter av en slik spesiell karakter at det kunne senke terskelen for saklig og forsvarlig likebehandling vesentlig.

I den innledende fase av emisjonsprosessen henvendte banken seg til sparebankstiftelsene som til sammen eide i underkant av 85 % av eierandelskapitalen i banken. Prosessen er nærmere beskrevet av banken i brev 5. juni og 8. september 2015 til Oslo Børs. De to stiftelsene vedtok å tegne seg for til sammen NOK 130 millioner av de NOK 200 millioner banken tok sikte på å innhente. I stedet for en fortrinnsrettsemisjon valgte banken etter dette en rettet emisjon på ca. NOK 175 millioner med en etterfølgende reparasjonsemisjon på ca. NOK 25 millioner. Emisjonskursen skulle være NOK 105. Den 15. mai 2015 ble det besluttet å kontakte de fem største eierne som til sammen representerte 87,4 % av bankens eierandelskapital. Basert på tegningsinteressen og tilbakemeldingen fra disse investorene ville man vurdere å kontakte en ny gruppe eiere i banken for å plassere restbeløpet på NOK 45 millioner.

Børsklagenemnden bemerker at det hensett til eiersammensetningen og det betydelige kapitalbehovet for denne banken var naturlig at banken innledningsvis kontaktet sparebankstiftelsene.

Børsstyret har lagt til grunn at det er gitt en betydelig rabatt på egenkapitalbevis ved emisjonen. I tråd med praksis, jf. Børssirkulære nr. 2/2014 er det ved vurderingen av rabattens størrelse sett hen til at kursen lå opp mot NOK 139 da styret i banken vedtok å foreta en rettet emisjon, at den var NOK 144 da tegningsperioden ble igangsatt og NOK 146,50 siste dag i tegningsperioden. Banken har anført at kursoppgangen i perioden frem mot annonsering av emisjonen var basert på små volumer og en forventning om økt utbyttekapasitet som det ikke var grunnlag for, og at volumveid gjennomsnittskurs over en lengre periode viser at rabatten ikke var vesentlig. Til dette har Børsstyret i merknadene til klagen uttalt:

Uten å gå videre inn på hvorvidt man skal avvike fra dette utgangspunktet vil Børsen understreke at man ved å strekke tidsrommet til tre måneder forut for offentliggjøringen ser at tegnerne har mottatt en emisjonsrabatt på 19,3% (3-måneders VWAP). En slik emisjonsrabatt må i alle tilfeller anses kvalifisert. For så vidt gjelder Bankens anførsel om hvor godt kursen var fundamentert vises for ordens skyld også til at kursen hadde en særlig positiv utvikling etter at Banken den 6. mai offentliggjorde sine resultater for første kvartal 2015. Med unntak av noen få tilfeller, bemerkes det også at markedsprisen på egenkapitalbevisene i etterkant av offentliggjøringen av den rettede emisjonen har ligget på rundt NOK 130 eller høyere. Selv om dette er et forhold som klart nok ikke har vært en del av styrets beslutningsgrunnlag ved vedtakelsen av den rettede emisjonen, sier dette noe om at kursen holder seg relativt sterk, altså at markedet vurderer prisingen som fornuftig, selv etter nyheten om emisjonen med den betydelige rabatten.

Børsklagenemnden slutter seg til dette. Det legges dermed til grunn at det ble gitt en betydelig emisjonsrabatt til de som fikk tegne seg i den rettede emisjonen. Rabattene ved fortrinnsrettsemisjoner, som i utgangspunktet bygger på likebehandling, er lite relevante som sammenligningsgrunnlag.

Det er ikke slik en rettet emisjon normalt tilrettelegges. I praksis vil man her normalt gå frem ved en «book building» der man søker å plassere emisjonen til en tegningskurs tettest mulig opp til aktuell børskurs. En slik fremgangsmåte er også fremhevet som ønskelig i Børssirkulære nr. 2/2014, se punkt 4.2.2.

Børsklagenemnden har forståelse for at banken valgte å gjennomføre transaksjonen som en rettet emisjon, blant annet på bakgrunn av sparebankstiftelsenes negative holdning til en fortrinnsrettsemisjon. Nemnden har også forståelse for at det ikke var mulig eller ønskelig å gjennomføre en tradisjonell «book-building»-prosess, blant annet fordi tegningskursen måtte fastsettes tidlig som en følge av sparebankstiftelsenes finansieringsbehov og fordi sparebankstiftelsene ga klare føringer på tegningskursen. Disse grunnleggende forutsetningene for den rettede emisjonen medførte imidlertid – etter Børsklagenemndens syn – at banken fikk en skjerpet aktsomhetsplikt ved gjennomføringen av emisjonen, for å sikre at den forskjellsbehandlingen som den valgte modell ville medføre, ble så liten som mulig.

Invitasjonen til de fem største egenkapitalbeviserne, som alle eide mer enn 0,5 % av egenkapitalbevisene, til å delta den rettede emisjonen var i og for seg basert på et objektive kriterium.

Avgrensningen kan imidlertid ikke vurderes løsrevet fra de premissene som for øvrig lå der; at de to sparebankstiftelsene som var de desidert største egenkapitaleierne ikke ville tegne seg for sin proratariske andel, og at det var tale om en betydelig emisjonsrabatt. Ved en tegning fra sparebankstiftelsene på NOK 130 millioner og tegning ellers som forutsatt av banken, ville konsekvensen være en særdeles betydelig overtegning for de tre øvrige investorene i den rettede emisjonen med en klar verdimessig rabatt. Uten at det var nødvendig med noen inngående analyse, måtte det være klart for banken at den valgte fremgangsmåten ville medføre en betydelig skjevdeling, og at reparasjonsemisjonen ikke kunne utligne dette.

Eika ville ikke bli satt i en innsideposisjon og deltok ikke i den rettede emisjonen. Dette medførte at skjevdelingen ble ytterligere forsterket.

Børsklagenemnden kan vanskelig se det annerledes enn at banken her la opp til en vesentlig forskjellsbehandling mellom eierne. Det følger av den samtidige dokumentasjonen at banken vurderte transaksjonsmodellen opp mot kravet til likebehandling. Banken la til grunn at den etterfølgende reparasjonsemisjonen – som ga alle eierne mulighet til å opprettholde sin eierandel på samme betingelser – sikret «full reparasjon» og dermed også kravet til likebehandling.

For Børsklagenemnden fremstår det imidlertid som en vesentlig svakhet ved bankens vurderinger at den ikke også vurderte kravet til likebehandling opp mot den adgang til overtegning som ble gitt til de som ble tilbudt å være med i den rettede emisjonen. Jo færre som ble tilbudt å være med på den rettede emisjonen, jo større ville fordelene for den enkelte eier som var med kunne være. En vurdering av disse forholdene synes fraværende i bankens saksbehandling.

Banken kunne og burde allerede i utgangspunktet ha kontaktet et større antall eiere i tillegg til sparebankstiftelsene, som ble tilbudt å delta i emisjonen. Dersom man hadde invitert flere egenkapitalbevisiere, ville dette riktignok ikke nødvendigvis ha løst hele problemet med forskjellsbehandling, men det ville kunne ha redusert betydningen av den vesentlig.

Banken anfører at den ble rådet til ikke å gå lenger ned på listen da «man ville risikere en avkorting av tegninger som kunne medføre den konsekvens at Pareto ville trekke sin betydelige tegning». Børsklagenemnden betviler ikke at Pareto ønsket en betydelig allokering om de skulle delta i en emisjon og opplyste at denne «burde» være på minst NOK 30 millioner. I hvilken grad dette var et absolutt vilkår for Pareto foreligger det derimot ingen samtidig dokumentasjon på. Uansett kan ikke Børsklagenemnden se at dette ville hindret banken i å tilby emisjonen til flere aksjonærer for å avklare om det forelå alternative løsninger som sikret selskapets kapitalbehov med en forbedret likebehandling. På dette tidspunkt hadde kursen beveget seg opp mot NOK 140. Interessen for å tegne seg i emisjonen burde derfor antas å være høy. Slik Børsklagenemnden ser det, forelå det flere alternativer dersom det hadde vist seg at også andre aksjonærer ønsket å tegne i den rettede emisjonen. Nemnden kan bl.a. ikke se at det er dokumentert at Pareto og/eller MP Pensjon ikke ville ha akseptert å nedjustere sine forventninger om allokering dersom de ble presentert for en fordeling som bedre ivaretok sentrale likebehandlingshensyn. Blant annet basert på dette mener Børsklagenemnden at det var en vesentlig svakhet ved prosessen at banken slo seg til ro med kun å tilby den rettede emisjonen til tre eiere utover sparebankstiftelsene.

Selv om bankens intensjon nok har vært å få inn pengene den trengte på en effektiv og minst mulig risikofylt måte, finner Børsklagenemnden, som Børsstyret, at det ikke er dokumentert at prosessen har vært forsvarlig.

Når det gjelder betydningen av reparasjonsemisjonen for øvrig, slutter Børsklagenemnden seg til Børsstyrets bemerkninger.

I klagen peker banken på at de forskjellsbehandlede egenkapitalbeviserne gikk glipp av en fordel, snarere enn å lide et tap, og at det må være en vesentlig mindre ulempe å gå glipp av muligheten til å øke sin eksponering fremfor ikke å ha muligheten til å opprettholde sitt proratariske eierskap. Børsklagenemnden viser til annet ledd i likebehandlingsbestemmelsen og kan ikke se at det er grunnlag for en slik sontring, iallfall ikke slik omstendighetene er i denne saken.

Etter Børsklagenemndens syn har banken her brutt det grunnleggende kravet til likebehandling. Det må bedømmes som en klart usaklig forskjellsbehandling, og overtredelsen må anses som vesentlig. Børsklagenemnden er enig med Børsstyret i at det bør ilegges overtredelsesgebyr som vedtatt i medhold av børsforskriften § 31, jf. løpende forpliktelser punkt 2.1 og punkt 15.4.

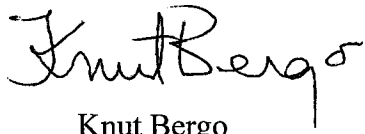
Børsklagenemnden fatter etter dette slikt enstemmig

vedtak:

Børsstyrets vedtak 23. september 2015 stadfestes.



Liv Gjølstad



Knut Berge



Espen Klitzing



Jøril Mæland



Christian Lund