

VEDTAK OG UTTALELSER 2023

FORORD

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

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

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

Børsklagenemndens vedtak og enkelte av børsens vedtak publiseres løpende på børsens nettside: <https://www.euronext.com/nb/markets/oslo>

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

Oslo Børs, 25. januar 2024

Kjell Vidjeland
Juridisk direktør
Oslo Børs ASA

INNHALDSFORTEGNELSE

| | | |
|----------|--|-----------|
| 1 | OPPTAK TIL BØRSNOTERING/HANDEL | 5 |
| 1.1 | NYE SELSKAPER I 2023..... | 5 |
| 1.2 | OPPTAKSPRAKSIS - NYE SELSKAPER..... | 6 |
| 1.2.1 | <i>Refuels N.V. – Opptak til notering Euronext Growth Oslo – Erklæring fra ekstern advokat (legal opinion) og stand-alone financial statements</i> | 6 |
| 1.2.2 | <i>Direkte opptak på Euronext Growth Oslo – Vurdering av egnethet ved direkte opptak</i> | 6 |
| 1.3 | OPPTAKSPRAKSIS – FORTSATT NOTERING..... | 8 |
| 1.3.1 | <i>Patientsky – Fortsatt notering – Euronext Growth Oslo</i> | 8 |
| 1.3.2 | <i>Veiledning knyttet til domisilskifte</i> | 9 |
| 1.4 | OPPTAKSPRAKSIS – OVERHOLDELSE AV FORPLIKTELSER SOM EURONEXT GROWTH ADVISOR... .. | 10 |
| 1.4.1 | <i>Pensum Asset Management AS - Misvisende og uriktig informasjon om revisjon av finansiell informasjon i noteringsprosess på Euronext Growth Oslo</i> | 10 |
| 2 | STRYKNING/SUSPENSJON | 14 |
| 2.1 | SELSKAPER SOM ER STRØKET FRA NOTERING | 14 |
| 2.2 | STRYKNINGSSAKER | 15 |
| 2.2.1 | <i>NTS ASA – Klage på Oslo Børs’ vedtak 6. januar 2023 om strykning – Vedtak 12. januar 2023 om opprettholdt godkjenning av strykning</i> | 15 |
| 2.2.2 | <i>Questback Group AS – Vedtak om strykning fra notering på Euronext Growth Oslo</i> | 17 |
| 2.2.3 | <i>Statt Torsk ASA – Vedtak om strykning fra notering på Euronext Growth Oslo – Fusjon</i> | 21 |
| 3 | LØPENDE UTSTEDERREGLER | 26 |
| 3.1 | LIKEBEHANDLING AV AKSJONÆRER..... | 26 |
| 3.1.1 | <i>██████████ – Samtidig offentliggjøring av informasjon til aksjeeiere, Euronext Growth Oslo, 10.03.2023</i> | 26 |
| 3.1.2 | <i>██████████ – Avlysning av reparasjonsemisjon, Oslo Børs, 25.04.2023</i> | 27 |
| 3.1.3 | <i>Aquila Holdings ASA (tidl. Carbon Transition ASA) – Kommentarer til utsteders håndtering av likebehandlingskravet, Oslo Børs, 22.06.2023</i> | 28 |
| 3.1.4 | <i>██████████ – Avlysning av reparasjonsemisjon, Euronext Growth Oslo, 13.12.2023</i> | 35 |
| 3.2 | LØPENDE INFORMASJONSPLIKT MV. | 36 |
| 3.2.1 | <i>Endúr ASA – Vedtak knyttet til overtredelse av løpende informasjonsplikt, 12.01.2023</i> | 36 |
| 3.2.2 | <i>██████████ – Oversittelse frist for notifikasjon, Oslo Børs, 25.01.2023</i> | 55 |
| 3.2.3 | <i>██████████ – Underhåndenvarsling, Oslo Børs, 27.02.2023</i> | 56 |
| 3.2.4 | <i>Huddlestock Fintech AS – Kommentarer til selskapets løpende informasjonsplikt og forbudet mot markedsmanipulasjon, 01.03.2023</i> | 57 |
| 3.2.5 | <i>Awilco Drilling plc. – remarks with regard to the company’s ongoing information obligations, 09.03.2023</i> | 61 |
| 3.2.6 | <i>Proximar Seafood AS – Merknader til løpende informasjonsplikt og offentliggjøring av innsideinformasjon, 24.03.2023</i> | 65 |
| 3.2.7 | <i>Otello Corporation ASA – kommentarer til selskapets løpende informasjonsplikt og kategorisering av børsmeldinger, 30.03.2023</i> | 72 |
| 3.2.8 | <i>██████████ – Frister informasjonsplikt kapitalendring og prospekt, Oslo Børs, 31.03.2023</i> | 76 |
| 3.2.9 | <i>██████████ – Frist offentliggjøring kapitalendring, Euronext Growth Oslo, 17.04.2023</i> | 77 |
| 3.2.10 | <i>Awilco LNG ASA – Merknader til løpende informasjonsplikt og offentliggjøring av innsideinformasjon, 25.04.2023</i> | 77 |

| | | |
|----------|---|------------|
| 3.2.11 | ██████████ – Veiledning regelverk innsidelister, forsiktighetslister og liste over primærinnsidere – hhv. 16.08.2023 og 20.10.2023..... | 82 |
| 3.2.12 | Univid ASA (tidl. DLTx ASA) – kommentarer til selskapets løpende informasjonsplikt mv., 24.08.2023 | 84 |
| 3.2.13 | SoftOx Solutions AS – Vedtak knyttet til overtredelse av løpende informasjonsplikt, 18.09.2023 | 92 |
| 3.2.14 | Univid ASA – Kommentarer til ordlyd og formuleringer i børsmeldinger sett opp mot forbudet mot markedsmanipulasjon | 112 |
| 3.3 | PERIODISK INFORMASJONSPLIKT – REGNSKAPSRAPPORTERING..... | 117 |
| 3.3.1 | Finansiell kalender | 117 |
| 3.3.2 | – Årsrapport og halvårsrapport..... | 118 |
| 3.3.3 | – ██████████, Kopi til Oslo Børs når sekundærnotert med Norge som vertsstat, Oslo Børs, 07.06.2023..... | 118 |
| 4 | MEDLEMSFORPLIKTELSER – HANDELSREGLER..... | 118 |
| 5 | OVERTAKELSESTILBUD..... | 119 |
| 5.1 | KONTROLLERTE TILBUD 2023..... | 119 |
| 5.2 | TILBUDSPLIKT | 119 |
| 5.2.1 | Amalgamation og tilbudsplikt (e-postkorrespondanse 24.03.2023)..... | 119 |
| 5.2.2 | Pris pliktig tilbud – utbytte (e-postkorrespondanse 05.05.2023)..... | 120 |
| 5.2.3 | Takeover questions: Trading activities (e-postkorrespondanse) 22.05.2023..... | 120 |
| 5.2.4 | Tilbudsplikt ved etterfølgende erverv (e-postkorrespondanse 06.06.2023) ... | 123 |
| 5.2.5 | Mandatory offer obligation – Indirect acquisition of shares following internal reorganization – “main activity” (e-postkorrespondanse 27.06.2023) | 125 |
| 5.2.6 | XXL ASA – Aksjeklasser uten stemmerett ved garantiavtale - tilbudsplikt (e-post 13.07.2023)..... | 129 |
| 5.2.7 | Tilbudsplikt, tvungen overføring vedtatt av morselskap (e-postkorrespondanse 08.09.2023)..... | 130 |
| 5.2.8 | BW Energy Limited – Non-voting shares, take-over obligation 18.09.2023 ... | 132 |
| 5.2.9 | Pliktig tilbud, minste pris tegningsretter ervervet fra andre aksjonærer (e-postkorrespondanse 12.10.2023)..... | 135 |
| 5.2.10 | Request for guidance - Consolidation under take-over rules (e-postkorrespondanse 10.11.2023) | 135 |
| 5.2.11 | Request for guidance – offer price and exchange rates (e-postkorrespondanse 17.11.2023)..... | 137 |
| 5.2.12 | Request for guidance – Minimum price of mandatory offer (e-postkorrespondanse 17.11.2023)..... | 142 |
| 5.2.13 | Pliktig tilbud – minste pris – erverv der det ikke er betalt vederlag (e-postkorrespondanse 24.11.2023)..... | 144 |
| 5.2.14 | Adevinta ASA - Statement on the offer (e-postkorrespondanse 07.12.23)..... | 146 |
| 5.2.15 | Northern Drilling Ltd - Statement on the offer from Hemen Holding Limited (e-postkorrespondanse 19.12.2023)..... | 148 |
| 5.3 | DISPENSASJON FRA TILBUDSPLIKT | 153 |
| 5.3.1 | Frøy ASA – Dispensasjon fra tilbudsplikt for SalMar ASA, 05.05.2023 | 153 |
| 5.3.2 | Børsklagenemnden – sak 1/2023 – BW Energy Limited | 155 |
| 5.3.3 | Okeanis Eco Tankers Corp. – Exemption from Norwegian rules on take-over bids, 20.09.2023..... | 171 |

1 OPPTAK TIL BØRSNOTERING/HANDEL

1.1 Nye selskaper i 2023

Selskaper som har søkt om notering og er vedtatt tatt opp i 2023:

| OSLO BØRS | Første noteringsdag |
|--------------------------------|----------------------------|
| Otovo ASA ¹ | 14.02.2023 |
| Hexagon Purus ASA ¹ | 30.03.2023 |
| DOF Group ASA | 22.06.2023 |
| Norconsult ASA | 10.11.2023 |

1 Overføring fra Euronext Expand til Oslo Børs

| Euronext Expand | Første noteringsdag |
|---------------------------------|----------------------------|
| Seacrest Petroleo Bermuda Ltd. | 23.02.2023 |
| Norse Atlantic ASA ¹ | 28.04.2023 |

1 Overføring fra Euronext Growth til Euronext Expand

| Euronext Growth | Første handelsdag |
|------------------------|--------------------------|
| Stainless Tankers ASA | 28.04.2023 |
| Refuels N.V. | 12.05.2023 |
| MatvareExpressen AS | 29.09.2023 |
| Beerenberg AS | 05.10.2023 |

| Euronext NOTC | Første handelsdag |
|-----------------------|--------------------------|
| Stainless Tankers ASA | 22.03.2023 |
| Insr ASA | 06.12.2023 |

| NOTC Family & Friends | Første handelsdag |
|----------------------------------|--------------------------|
| N/A | |

1.2 Opptakspraksis - Nye selskaper

1.2.1 Refuels N.V. – Opptak til notering Euronext Growth Oslo – Erklæring fra ekstern advokat (legal opinion) og stand-alone financial statements

I forbindelse med opptaksprosessen til Refuels N.V., ga Oslo Børs slik tilbakemelding til juridisk rådgiver som gjengitt nedenfor:

Legal opinion

Viser til Notis 2.2 pkt. 2 (3) nr. 3 hvor det fremgår at følgende skal vedlegges søknaden «Firmaattest fra Foretaksregisteret eller et dokument som tilsvarer dette. For Utstedere som er etablert i en jurisdiksjon der slike dokumenter ikke utstedes, skal det fremlegges en erklæring fra ekstern advokat til Oslo Børs som bekrefter at Aksjene er gyldig og lovlige utstedt, fullt innbetalt og korrekt registrert i relevante registre e.l. Utkast til slik erklæring skal fremlegges samtidig med søknaden. (Jf. i Regelbok Del I Regel 3.1.5)».

I en fleksibel prosess skal utkast til en slik erklæring (legal opinion) fra ekstern advokat legges ved innledende redegjørelse jf. Notis 2.2 pkt. 6. Vurderingen til juridisk avdeling og administrasjonen ved Oslo Børs er at vi krever en slik legal opinion, og vi ber om at vi mottar utkast til slik legal opinion så snart som mulig slik at juridisk avdeling får tid til å gjennomgå utkastet og komme med eventuelle kommentarer.

Videre ga Oslo Børs tilbakemelding om at selv om ordlyden «Firmaattest fra Foretaksregisteret eller et dokument som tilsvarer dette» er noe uklar, vil Oslo Børs som hovedregel kreve legal opinion for alle utenlandske utstedere som søker opptak til notering på Euronext Growth Oslo eller på regulert marked.

Stand-alone financial statements

Thank you. Our previous practice is that in the event stand-alone financial statements are required, those shall also be included in the information document (which was also the case in inter alia Havila Kystruten AS, HAV Group ASA referred to above). It is also mentioned that the exclusion from the information document has not at any time been discussed with OSE and has not been disclosed in the introductory report. Thus, we kindly request the stand-alone financial statements to be included in the information document.

1.2.2 Direkte opptak på Euronext Growth Oslo – Vurdering av egnethet ved direkte opptak

Av Regelbok I følger at opptak på Euronext Growth Oslo kan gjøres enten ved 1) offentlig tilbud, 2) rettet emisjon, eller 3) direkte opptak («direct admission»).

Selskaper som er tatt opp til handel på kvalifiserte markeder («eligible markets») kan i utgangspunktet søke om direkte opptak, og Selskap NN startet opptaksprosess med ønske om å benytte annen MTF som utgangspunkt for direkte opptak. Det var ikke tvilsomt at den relevante MFTen var inkludert i oversikten over «eligible markets» i vedlegg I til Rulebook I, men spørsmål ble likevel om selskapet var egnet for direkte opptak, jf. Regelbok II punkt 2.1.2.1 om tilstrekkelig informasjon og egnethet for opptak til handel.

Følgende tilbakemelding ble sendt til Euronext Growth Advisor:

We have conducted a preliminary review of certain matters and presented this for the listing committee at Oslo Stock Exchange to assess whether the company is suitable for admission to trading on Euronext Growth Oslo. Based on the provided information and the preliminary review made by the listing committee at the stock exchange, Oslo Børs is of the opinion that Company NN (the "Company") is, as of today, with the prepared information and planned structure for listing, not suitable for a listing on Euronext Growth Oslo.

The basis for the assessment made by the listing committee, is Rulebook II section 2.1.2.1, which states that "Shares issued by a [...] company may be admitted to trading provided that the Issuer can provide sufficient information in order for market participants to be able to determine fair market prices", and further "Oslo Børs may, on the basis of an overall assessment of the suitability of an Issuer and its Shares, decide against admitting the Shares to trading if Oslo Børs is of the view that this is appropriate in order to protect the interests of investors, the general confidence in the stock market and the securities market".

The reason for the abovementioned assessment is firstly the fact that the Company is applying for a direct admission with basis on the listing on Nxchange. The Company has determined the market price by use of a limited number of trades on Nxchange and certain trades directly in the Company. It is in this regard noted that there is currently no Bid/Ask-spread on Nxchange - only orders to sell. Based on this information along with the other matters described in the following, we are of the opinion that the provided basis does not make market participants able to determine fair market price, and that a realistic market value cannot be determined on this basis. We also note that we are concerned that there will be limited interest from Norwegian investors to invest in the Company when no offering is conducted, as the Company has no Norwegian investors, no business in Norway nor is it operating within any of the typically strong sectors of the stock exchange, as well as the fact that the Company has limited prospects for analyst coverage due to size and sector, which otherwise could lead to increased interest. Based on this, we are worried no realistic market capitalization can be established for the listing on Euronext Growth Oslo.

Further, we are of the opinion that the financial statements prepared in accordance with NLSGAAP for small enterprises (without a cash flow statement) do not provide potential investors with sufficient information to make a well-founded investment decision. As commented by the Euronext Growth Advisor, there are companies that have been admitted when reporting under NLSGAAP for small enterprises, but as communicated this is an assessment that has to be made in each case on whether the relevant financial information provides investors with sufficient information. We do not think that is the case for the presented information, as the Company has limited history and has only been subject to limited financial reporting. Further, the Euronext Growth Advisor points out that a liquidity budget will be included for the purpose of providing the investors with information and to repair for the fact that the Company is not including a cash-flow statement. We are however of the opinion that this does not cover up for the fact that the Company does not have historical figures in that regard, and in conclusion, the Company is not providing investors with a sufficient basis for making a well-founded investment decision.

We would further like to emphasize and highlight that we have not conducted a further review of the other listing requirements and the fulfilment of these, but have made our assessment of the suitability based on the abovementioned. We can therefore not rule out that there might be other matters that could be relevant in an assessment of the Company.

[...]

Euronext Growth Advisor sendte ytterligere detaljer og informasjon, og det ble avholdt nytt møte i noteringskomiteen. Etter slikt møte, sendte administrasjonen følgende tilbakemelding:

We are however still concerned that the provided information does not provide potential investors with sufficient information, and we are of the opinion that the Company is not suitable with the planned transaction and structure for listing, cf. Rulebook 2.1.2.1 (1). For the sake of good order, we note that this is an overall assessment of the listing on Nxchange, along with the information on the Company, the unclear rationale for the listing on Euronext Growth Oslo along with uncertainty related to the liquidity of the shares following the admission. We note that this is the conclusion following another meeting at the listing committee following the information sent by e-mail from [the Euronext Growth Advisor].

As a consequence of the abovementioned, a potential decision on admission to trading on Euronext Growth Oslo will be made subject to the completion of a private placement of minimum EUR 2.5 million.

Further, we are also concerned about the financials, as we originally have been reluctant to accepting companies reporting under GAAP for small enterprises. Unrelated to this listing process, we have recently been informed by the Norwegian Financial Supervisory Authority ("NFSA") that they expect us not to admit companies to trading that prepare financial reports using this standard. Based on this, we are not in a position where we may list the Company as long as the Company is reporting under GAAP for small enterprises. We acknowledge that this may be perceived as unfortunate as this is not clearly reflected in the rules yet and as this has not previously been communicated to you. However, this is an amendment that has arisen after our last e-mail and we will be obliged to adhere to the expectations of the NFSA.

Please also be advised that further requirements may be needed to be fulfilled as we have not made a full review of whether the listing requirements have been satisfied.

In light of the circumstances above and due to the preliminary assessment of the Company, we have also discussed the case within the Euronext Group. Even though a final assessment is not made in that regard, we are of the opinion that the Company may be better suited for an admission to trading on Euronext Access Paris or Euronext Access+ Paris. Please let us know if you would like us to arrange a meeting with the listing team in Paris to assess the opportunity for sending an application for admission to one of these market places.

1.3 Opptakspraksis – Fortsatt notering

1.3.1 Patientsky – Fortsatt notering – Euronext Growth Oslo

Patientsky sendte 30. mars 2023 redegjørelse for fortsatt notering i forbindelse med salg av datterselskapene PatientSky SaaS Norway AS and PatientSky App AS.

Etter vurdering av redegjørelse for fortsatt notering, ble følgende tilbakemelding sendt til juridisk rådgiver:

I redegjørelsen henvises det bl.a. til at transaksjonen utgjør en vesentlig endring av selskapets eiendeler, driftsinntekter og årsresultat, men at man samtidig

mener at selskapet oppfyller vilkårene for fortsatt notering etter at den omtalte transaksjonen er gjennomført.

I Euronext Growth Rule Book II punkt 3.16.3 (2) henvises det til punkt 3.16.1 som bl.a. gir Oslo Børs hjemmel til å kreve et dokument som innholdsmessig tilfredsstillende kravene for en full søknad om notering, jf. punkt 3.16.1 (3). Det fremgår videre at Oslo Børs kan kreve at andre krav som gjelder i en noteringsprosess skal følges. Eksempelvis vil dette kunne være offentliggjøring av informasjonsdokument.

Basert på den mottatte informasjonen, er vår vurdering at det ikke vil være nødvendig å sende full søknad om notering av den gjenstående delen av virksomheten. Det er imidlertid viktig at investorene har tilstrekkelig informasjon til å kunne vurdere de noterte aksjene etter at transaksjonen er gjennomført. Basert på dette har vi sett hen til at man ved en søknad om notering må utarbeide et informasjonsdokument som innholdsmessig må tilfredsstillende kravene i Notice 2.3. Da transaksjonen gjelder delvis videreføring av eksisterende virksomhet, legger vi imidlertid til grunn at det ikke vil være naturlig å kreve fullt informasjonsdokument. Samtidig vil den vesentligste delen av eksisterende virksomhet selges, og på denne bakgrunn ber vi om at selskapet som børsmelding offentliggjør et dokument som inneholder minimum følgende punkter:

- Risikofaktorer, ref. punkt 3 i sjekklisten i Notice 2.3 del B
- Beskrivelse av virksomheten etter at transaksjonen er gjennomført, ref. punkt 5 og 6 i sjekklisten i Notice 2.3 del B
- Budsjett eller estimer, ref. punkt 11 i sjekklisten i Notice 2.3 del B
- Beskrivelse av transaksjonen, ref. appendix 1 i Notice 2.3

Det legges til grunn at forannevnte beskrivelse ikke skal kontrolleres av Oslo Børs for offentliggjøring. Av hensyn til markedsaktørene ber vi om at informasjonen offentliggjøres uten unødig forsinkelse.

1.3.2 Veiledning knyttet til domisilskifte

Oslo Børs mottok følgende henvendelse fra rådgiver:

Vi tar kontakt på vegne av en klient som er notert på Oslo Børs og som overveier å gjennomføre en redomisilering av selskapet fra Bermuda. I henhold til selskapsretten som selskapet er underlagt på Bermuda vil redomisileringen ikke innebære at rettssubjektet endres, det videreføres med underlagt ny jurisdiksjon. Vår forståelse er at selskapet i et slikt tilfelle ikke vil bli betraktet som et nytt selskap som skal noteres på nytt, men at dette kan gjennomføres som en forenklet noteringsprosess som vil inneholde følgende elementer:

- Selskapet må levere en rapport til Oslo Børs vedrørende fortsatt notering der det redegjøres for bakgrunnen for redomisileringen og at noteringskriteriene fortsatt vil være oppfylt etter redomisileringen.
- Det må innbetales et gebyr til Oslo Børs i forbindelse med redomisileringen.
- Det må innleveres en legal opinion til Oslo Børs som tar for seg de materielle elementene av redomisileringprosessen og hvordan denne vil påvirke selskapets aksjonærer.

- Selskapet må publisere børsmelding så snart det har blitt truffet beslutning om redomisilering, der det informeres om den planlagte prosessen, hvordan dette vil påvirke aksjonærene og forventet dato for gjennomføring. Det må også publiseres børsmelding når prosessen er gjennomført og om nytt ISIN.
- Oslo Børs må informeres om endringer i ISIN, CFI og FISN.

Vi hadde satt stor pris på Oslo Børs sin tilbakemelding på om vår forståelse er riktig, og om det eventuelt vil være krav om noe utover det vi har nevnt i listen ovenfor.

Oslo Børs ga da følgende veiledning og tilbakemelding:

Viser til epost nedenfor vedrørende prosess for redomisilering av selskap notert på Oslo Børs. Det er riktig som dere skisserer i e-posten, og nedenfor følger enkelte poeng som erfaringsmessig er av betydning i slike prosesser.

- Som et utgangspunkt vil vi ikke en kreve en ny opptaksprosess dersom det kan dokumenteres at det er samme juridiske enhet som fortsatt vil være notert. Det må da sendes en redegjørelse for fortsatt notering iht. Regelbok II pkt. 4.7, slik som skissert i e-posten.
- I forbindelse med ISIN-skifte må det opprettes midlertidig ticker-kode, ber derfor om at børsen kontaktes i god tid for å planlegge den tekniske gjennomføringen.
- Det er viktig at markedet får tilstrekkelig informasjon om hvordan et domisilskifte vil påvirke aksjonærene mht. til aksjonærrettigheter og utøvelse av disse, forskjeller i selskapslovgivningen, skatteeffekter, evt. endring av hjemstat og betydning for flaggeregler, tilbudsplikt etc. Dette vil være hensiktsmessig å innta i et dokument som offentliggjøres i en børsmelding.
- Det må også avklares med VPS og kontofører om dette vil kunne påvirke oppgjør og handel i aksjene, evt. om dette kan medføre behov for å suspendere oppgjør og handel.

Basert på at vi har mottatt begrenset informasjon, kan vi ikke gi noe endelig svar på hva som vil kreves i den konkrete prosessen.

1.4 Opptakspraksis – Overholdelse av forpliktelser som Euronext Growth Advisor

1.4.1 Pensum Asset Management AS - Misvisende og uriktig informasjon om revisjon av finansiell informasjon i noteringsprosess på Euronext Growth Oslo

Nedenfor følger utdrag fra brev til Euronext Growth Advisor på bakgrunn av misvisende og feil i opptaksprosessen. Saken gjaldt Pensum Asset Management AS' («**Pensum**») overholdelse av forpliktelser som Euronext Growth Advisor i henhold til Euronext Growth Oslo Regelbok Del II («**Regelbok II**») kapittel 5, i forbindelse med opptaksprosess for [REDACTED] («**Selskapet**»).

I forbindelse med opptaksprosessen fikk Oslo Børs oversendt utfylt dokumentasjon som hadde vært gjennomgått og vurdert av Pensum som Euronext Growth Advisor. Både i

innledende redegjørelse og i DD-skjemaet fremgikk det at Selskapets årsregnskap per 2020 og 2021 var reviderte. Det ble bekreftet at kravene til regnskap iht. Euronext Growth Rulebook Part I («**Regelbok I**») punkt 3.2.4 (3) var oppfylt, samt at det i innledende redegjørelse uttrykkelig ble bekreftet at det ikke var inntatt forbehold eller presiseringer i revisjonsrapportene til Selskapets årsregnskap.

Av Selskapets årsregnskap for årene 2020 og 2021 fremgikk imidlertid uttrykkelig at Selskapets regnskaper ikke hadde vært underlagt revisjon. Dette er også bekreftet per e-post fra Selskapets revisor etter henvendelse fra Oslo Børs til Selskapets rådgivere og Pensum. Selskapet innfridde således ikke kravene for opptak på Euronext Growth Oslo. Informasjon om at årsregnskapene ikke var revidert var lett tilgjengelig i de faktiske regnskapene, og Pensum burde i rollen som Euronext Growth Advisor oppdaget mangelen og sørget for at Selskapet kunne fremlegge regnskap som oppfyller kravene som stilles for opptak på Euronext Growth Oslo. Utdraget gjengir brevet fra punkt 4.

4. FAKTISKE FORHOLD

Selskapets juridiske rådgiver hadde løpende kontakt med Oslo Børs i forkant av opptaksprosessen, og opptaksprosessen startet med at Selskapets juridiske rådgiver sendte dokumentasjon og informasjon i forbindelse med opptaksprosessen 12. januar 2023. Oslo Børs sendte 16. januar 2023 innledende bemerkninger til dokumentasjonen, herunder også spørsmål om Selskapets årsregnskap for 2020 og 2021 hadde vært underlagt ordinær revisjon.

Bakgrunnen for spørsmålet var at det i årsregnskapet for året 2021, var inntatt følgende under «Accountants's compilation report»:

"We have not performed any audit or review procedures which would enable us to express an opinion or a conclusion as to the fair presentation of the financial statements."

I innledende redegjørelse av 12. januar 2023, var imidlertid følgende inntatt med hensyn til regnskap (uthevinger gjort av Oslo Børs):

*"The financial statements enclosed hereto are (i) the Company's audited consolidated financial statements for the financial year ended 31 December 2020 with comparable figures for the financial year ended 31 December 2019, (ii) the Company's audited consolidated financial statements for the financial year ended 31 December 2021 with comparable figures for the financial year ended 31 December 2020 (jointly the "**Financial Statements**")."*

"The audit reports for the Financial Statements do not express any qualified opinion or any emphasis of matter paragraphs."

Pensum hadde videre i oversendt DD-skjema bekreftet at krav til regnskap var oppfylt, slik det fremgår av Regelbok I 3.2.4 (3). Pensum oppga i den forbindelse ikke noen kommentar eller grunnlag for vurderingen knyttet til at regnskapskravene var innfridd.

Etter henvendelsen fra Oslo Børs av 16. januar 2023, mottok Oslo Børs e-post direkte fra Selskapets revisor 18. januar 2023. Selskapets revisor bekreftet da at Selskapets årsregnskap ikke var underlagt ordinær revisjon, samt at bakgrunnen var misforståelse i kommunikasjonen med Selskapet. Pensum og Oslo Børs hadde etter dette jevnlig kontakt før opptaksprosess ble stanset 20. februar 2023.

5. REDEGJØRELSE FRA EURONEXT GROWTH ADVISOR

I lys av overstående, sendte Oslo Børs en henvendelse til Penum den 17. mars 2023 hvor man ba om en nærmere redegjørelse av hendelsesforløpet og bakgrunnen for at det var blitt gitt feil og misvisende informasjon i oversendt dokumentasjon, herunder at det gjentatte ganger i dokumentasjonen bekreftes at Selskapets regnskap er reviderte, og at revisjonsberetningen var uten forbehold eller presiseringer. Penum besvarte henvendelsen den 31. mars 2023, og ga i den forbindelse utfyllende informasjon om hendelsesforløpet. Ytterligere detaljer ble oversendt i brev av 28. juni 2023.

- Selskapets rådgivere har tidlig i prosessen og løpende informert om kravene for opptak på Euronext Growth Oslo.
- I noteringsprosessen var DD-rådgivere og juridiske rådgivere med betydelig erfaring fra noteringsprosesser involvert for å bistå Selskapet.
- Penum hadde i sin rolle som Euronext Growth Advisor en koordinerende rolle i prosessen, og hadde jevnlig dialog med alle involverte parter. Det ble gjennomført ukentlige statusmøter via Teams i perioden fra våren 2022 til vinteren 2023. Dette var koordinert av Penum, der Selskapet, samt Selskapets juridiske rådgivere deltok. I disse møtene ble det ukentlig gjennomgått status på ulike arbeidsstrømmer som ville være nødvendige for å klargjøre Selskapet til en notering.
- Selskapets rådgivere kommuniserte blant annet i en e-postrekke av 29. juni 2022 at Selskapets regnskaper måtte være konsoliderte og reviderte.
- Videre fremgår det av dokumentasjonslisten i forbindelse med finansiell due diligence at DD-rådgiver ber om at det lastes opp reviderte konsoliderte regnskap. Selskapets konsoliderte regnskap ble lastet opp i datarommet med tittelen «Audited consolidated financial statements for the financial year ended 31 December 2021» og «Audited consolidated financial statements for the financial year ended 31 December 2020».
- Finansiell DD-rådgiver konkluderte med at «*The Company has filed audited annual consolidated financial statements for the two financial years preceding [...]*».
- Oslo Børs ser også at det av den finansielle DD-rapporten følger at «*The auditor has issued unqualified audit opinions for both 2020 and 2021*».
- Penum anerkjenner at det skjedde en feil ved at det ikke ble oppdaget at de konsoliderte regnskapene ikke var reviderte. Penum viser til at en slik feil burde ikke skjedd, og at Penum er innforstått med sitt overordnede ansvar som Euronext Growth Advisor, men viser til at feilen skyldes en uheldig glipp, der dessverre ingen av de involverte partene oppdaget at det ikke forelå revisjon av de konsoliderte regnskapene.
- Penum viser videre i tilbakemelding til at det forelå revisjon av selskapsregnskapet til Selskapet, og at Selskapet utgjør den vesentligste delen av konsernets virksomhet. Det er et faktum at det i dette tilfellet ikke ble søkt om en eventuell dispensasjon fra å levere reviderte konsoliderte regnskaper, men det faktum at det forelå revisjon av det selskapet som utgjorde den vesentligste del av konsernet, bør være relevant ved vurderingen av alvorsgraden til feilen.

6. OSLO BØRS' VURDERING

Som redegjort for under punkt 2, skal Euronext Growth Advisor i henhold til Regelbok II kapittel 5 gjennomføre adekvate undersøkelser og kontroll av dokumentasjonen for å vurdere om utsteder oppfyller kravene for opptak til handel, og bistå og gi utsteder råd i forberedelsen av relevant dokumentasjon. Dette innebærer at Euronext Growth Advisor skal føre kontroll av dokumentasjonen som skal oversendes, og vurdere om slik dokumentasjon oppfyller kravene.

Som redegjort for under punkt 3, er eventuelle forbehold eller presiseringer i regnskapet av vesentlig betydning for vurderingen av om utsteder er egnet for opptak til handel. Oslo Børs forventer derfor at Euronext Growth Advisor gjør en vurdering av utsteders regnskaper, herunder om det er forhold i utsteders regnskap og/eller i revisjonsrapporten som kan gjøre utsteder uegnet for opptak til handel.

I opptaksprosessen for Selskapet har Pensum, som Euronext Growth Advisor, bekreftet i DD-skjema at Selskapets regnskaper for 2020 og 2021 oppfylte kravene. For Oslo Børs fremstår det som at Euronext Growth Advisor ikke har gjort tilstrekkelige selvstendige vurderinger av regnskapet eller beskrivelsen av regnskapene i innledende redegjørelse. I innledende redegjørelse opplyses det at det ikke var forbehold eller presiseringer i revisjonsrapportene til årsregnskapene. Dette gjøres til tross for at det fremgår uttrykkelig av Selskapets regnskaper at disse ikke var reviderte.

Oslo Børs ville i dette tilfelle forvente at Pensum i forkant av oversendelse av dokumentasjon undersøkte Selskapets regnskaper og formidlet til utsteder at disse ikke oppfyller kravene til regnskap, eventuelt at dette forholdet skulle opplyses til Oslo Børs.

Dette forholdet ligger klart innenfor hva som forventes at Euronext Growth Advisor avdekker i forkant av en opptaksprosess.

Pensum har opplyst at informasjonen om at Selskapets regnskaper var reviderte var inntatt i den finansielle DD-rapporten, herunder at revisjonsrapportene ikke inneholder forbehold eller presiseringer. Det synes også som at Pensum har belaget seg på at Selskapet har blitt orientert om plikten til å utarbeide reviderte konsoliderte årsregnskaper, selv om Oslo Børs leser e-postene til Selskapet av 29. juni 2023 som at hovedbudskapet har vært at regnskapene skal være konsolidert. Det forventes imidlertid at Euronext Growth Advisor gjør selvstendige undersøkelser og vurderer om dokumentasjon oppfyller kravene iht. Regelbok I og Regelbok II.

På bakgrunn av overnevnte, mener at Oslo Børs at Pensum ikke har oppfylt sine forplikter i utførelsen av oppdraget som Euronext Growth Advisor.

For Oslo Børs fremstår det som at Pensum ikke har vært tilstrekkelig involvert i opptaksprosessen og at kommunikasjon med Selskap og øvrige rådgivere ikke har vært tilstrekkelig forsvarlig. Dette er kritikkverdig hensett til formålet bak og begrunnelsen for rollen som Euronext Growth Advisor. Oslo Børs finner forholdet alvorlig og kritikkverdig, blant annet hensett til at informasjonen om at regnskapene ikke var revidert var lett tilgjengelig, at Pensum bidro til at det ble gitt misvisende informasjon, samt at det fremstår som at Pensum som Euronext Growth Advisor ikke har hatt tilstrekkelig samarbeid og dialog med Selskapet og øvrige rådgivere i prosessen for å sikre at korrekt informasjon presenteres til Oslo Børs.

Det presiseres at det forventes at Euronext Growth Advisor tidlig og i forkant av en potensiell opptaksprosess gjør en vurdering av om utsteder oppfyller kravene, samt at dokumentasjon oppfyller relevante krav. I dette tilfelle synes Pensum å alene ha belaget seg på at dette er kommunisert for utsteder uten at Euronext Growth Advisor har gjort selvstendige vurderinger av fremlagt dokumentasjon.

7. AVSLUTTENDE MERKNADER

Oslo Børs har etter en helhetsvurdering besluttet å ilegge Pensum kritikk for forholdet gjennom dette brevet. Det gjøres oppmerksom på at Oslo Børs vil gjøre kritikkbrevet offentlig tilgjengelig ved Vedtak og Uttalelser 2023. Etter en samlet vurdering har Oslo Børs under tvil besluttet å avslutte saken med dette kritikkbrevet.

Oslo Børs har videre en klar forventning om at Pensum styrker sine rutiner for arbeidet som Euronext Growth Advisor.

Ved eventuelle fremtidige overtredelser av reglene og rutinene for Euronext Growth Advisor, vil foreliggende forhold utgjøre et svært skjerpene moment. Forholdet vil også kunne være et moment i en helhetsvurdering av om Pensum oppfyller kravene for å opptre som Euronext Growth Advisor, eksempelvis ved den årlige vurdering av Euronext Growth Advisor, hvor det gjøres vurdering av om Euronext Growth Advisor tilfredsstiller kravene for å opptre som Euronext Growth Advisor.

Det gjøres oppmerksom på at børsen kan benytte dette brevet som veiledning til andre markedsaktører bl.a. ved å henvise til brevet i veiledning til regelverket.

2 STRYKNING/SUSPENSJON

2.1 Selskaper som er strøket fra notering

| Oslo Børs | Siste handelsdag |
|--------------------|-------------------------|
| MAGSEIS FAIRFIELD | 12.01.23 |
| NTS | 16.01.23 |
| WILSON | 10.05.23 |
| MELTWATER | 09.08.23 |
| DOF | 14.08.23 |
| FRØY | 27.09.23 |
| SELF STORAGE GROUP | 14.12.23 |
| GC RIEBER SHIPPING | 14.12.23 |
| Q-FREE | 15.12.23 |

| Euronext Expand | Siste handelsdag |
|------------------------|-------------------------|
| N/A | |

| Euronext Growth | Siste handelsdag |
|------------------------|-------------------------|
| GNP ENERGY | 16.01.23 |
| FLYR | 31.01.23 |
| SEAWAY 7 | 12.05.23 |
| NORTEL | 26.09.23 |
| BW Epic Kosan | 07.12.23 |
| BW IDEOL | 20.12.23 |

| Euronext NOTC | Siste handelsdag |
|------------------------------------|-------------------------|
| Stainless Tankers ASA ¹ | 27.04.23 |
| Fjord Line AS | 12.06.23 |
| Proptech Group Holding AS | 14.07.23 |

1 Notert på Euronext Growth Oslo

2.2 Stryknings saker

2.2.1 NTS ASA – Klage på Oslo Børs' vedtak 6. januar 2023 om strykning – Vedtak 12. januar 2023 om opprettholdt godkjenning av strykning

Klage til Børsklagenemnden på vedtak om strykning av NTS ASA. I saken hadde styret i SalMar ASA besluttet å gjennomføre tvungen overføring av resterende aksjer i NTS ASA som ikke var eid av SalMar ASA, som eide 92,93 % av aksjene etter gjennomført pliktig tilbud. Klageren hadde ikke mottatt oppgjør for deler av sine aksjer i NTS ASA og hevdet derfor å fortsatt være eier av aksjene, slik at den ekstraordinære generalforsamlingen i NTS ASA – hvor det ble vedtatt å søke om strykning fra Oslo Børs – ikke var gjennomført i samsvar med allmennaksjeloven. På denne bakgrunn anførte klageren at Oslo Børs' vedtak om strykning bygget på ugyldig grunnlag og at vedtaket derfor var ugyldig. Oslo Børs kom til at det ikke var grunnlag for å omgjøre vedtaket om strykning av NTS ASA. Klagen ble senere trukket tilbake og er ikke behandlet av Børsklagenemnden.

1. Sakens bakgrunn

Oslo Børs mottok 5. januar 2023 søknad om strykning av aksjene i NTS ASA («**NTS**» eller «**Selskapet**») fra notering på Oslo Børs, se Vedlegg 1. Foranledningen for søknaden var at Selskapets hovedaksjonær, SalMar ASA («**SalMar**»), avga 22. november 2022 pliktig tilbud på aksjene i NTS som ikke allerede var eid av SalMar. Etter endt tilbudsperiode 21. desember 2022 eide SalMar 92,93 % av aksjene i NTS. Den 3. januar 2023 klokken 16:45 besluttet styret i SalMar å gjennomføre tvungen overføring av resterende aksjer i NTS som ikke var eid av SalMar, jf. allmennaksjeloven («**asal.**») § 4-25 og verdipapirhandelloven («**vphl.**») § 6-22. Styreprotokollen er vedlagt som Vedlegg 2.

Den 6. januar 2023 fattet Oslo Børs følgende vedtak:

«Aksjene i NTS ASA strykes fra notering på Oslo Børs fra og med 10. januar 2023. Siste noteringsdag vil være 9. januar 2023.»

Vedtaket er vedlagt som Vedlegg 3.

Oslo Børs mottok klage den 9. januar 2023 fra Guntvedt Holding AS («**Guntvedt**») på vedtaket om å stryke aksjene i NTS fra notering på Oslo Børs. Aksjonærer har klagerett for vedtak som gjelder strykning. Guntvedt hevder blant annet å være aksjonær i NTS.

Ettersom vedtak om strykning vanskelig lar seg omgjøre etter gjennomføring, fattet Oslo Børs følgende vedtak den 9. januar 2023:

«Iverksettelsen av vedtak om strykning av aksjene i NTS ASA fra Oslo Børs fra og med 10. januar 2023 utsettes.»

Vedtaket er vedlagt som Vedlegg 4.

2. Klagen fra Guntvedt

I klagen fra Guntvedt hevdes det i hovedsak at Oslo Børs' vedtak om strykning av aksjene i NTS fra notering bygger på ugyldig grunnlag. Klagen med vedlegg er vedlagt som Vedlegg 5. Den nærmere begrunnelsen for at Oslo Børs' vedtak er ugyldig er følgende:

- (i) Den 3. januar 2023 handlet Guntvedt 10.000 aksjer i NTS. Guntvedt har ikke mottatt oppgjør for disse aksjene i forbindelse med tvangsinnløsningen av minoritetsaksjonærene, og hevder derfor å fortsatt være eier av aksjene.
- (ii) Da Guntvedt hevder å være aksjonær i NTS, er den ekstraordinære generalforsamlingen i NTS avholdt 5. januar 2023 ikke lovlig gjennomført i tråd med asal. Dette begrunnes i at Guntvedt ikke fikk innkalling til generalforsamlingen, innkallingsfristen på tre uker ikke ble overholdt, og at generalforsamlingen ikke ble avholdt i kommunen Selskapet har sitt forretningskontor.

Begrunnelsen ble nærmere redegjort for i Guntvedts innsigelser til merknader fra NTS, se [Vedlegg 6](#).

3. Merknader fra NTS

NTS' merknader til klagen fra Guntvedt fremgår i sin helhet av [Vedlegg 7](#). Enkelte punkter i denne ble fremhevet senere per e-post, se [Vedlegg 8](#).

NTS hevder at Oslo Børs' vedtak om strykning fra notering ikke er ugyldig, slik at strykningsvedtaket må opprettholdes. Anførlene fra NTS er i hovedsak:

- (i) Beslutningen fra styret i SalMar om tvangsinnløsning av minoritetsaksjonærer gjaldt de resterende aksjene i NTS som ikke var eid av SalMar. Dette fremkommer av både vedtaket og den børsmelding som ble publisert av SalMar 3. januar 2023.
- (ii) SalMar ble juridisk eier av samtlige aksjer i NTS på det tidspunktet tvangsinnløsning ble vedtatt 3. januar 2023 klokken 16:45, jf. asal. § 4-25 (5). Den ekstraordinære generalforsamlingen i NTS 5. januar 2023 ble derfor gyldig avholdt og de beslutninger som ble truffet er gyldig vedtatt.

Protokoll fra den ekstraordinære generalforsamlingen i NTS er vedlagt som [Vedlegg 9](#).

4. Børsens vurdering av klagen

Børsklagenemnden har tidligere fastslått at aksjonærer har klagerett i saker som gjelder strykning. Guntvedt hevder å være eier av 10.000 aksjer i NTS, og anses dermed for å ha rettslig klageinteresse for vedtak som gjelder strykning, jf. forvaltningsloven § 28.

Oslo Børs' vedtak om å stryke aksjene i NTS fra notering på Oslo Børs ble offentliggjort ved børsmelding 6. januar 2023. Klagen ble mottatt 9. januar 2023 og er dermed rettidig, jf. forvaltningsloven § 29.

Styret i SalMar vedtok den 3. januar 2023 klokken 16:45 tvungen overføring av resterende aksjer i NTS som ikke var eid av SalMar. I samsvar med asal. § 4-25 (5) ble SalMar på dette tidspunkt innført som eier av aksjene i verdipapirsentralen, se [Vedlegg 10](#). Innløsningssummen var også satt inn på særskilt konto for oppgjør av tvungen overføring av aksjer, se [Vedlegg 11](#). Fra dette tidspunktet var dermed SalMar eier av samtlige aksjer i NTS, jf. asal. § 4-25 (5).¹

¹ Se Ot.prp. nr. 36 (1993-1994) s. 189-190. At eiendomsretten går over til morselskapet på beslutningstidspunktet er også lagt til grunn i juridisk teori, jf. bl.a. kommentarer til asal. § 4-25 i Aarbakke, Aarbakke, Knudsen, Ofstad og Skåre, Lov 13. juni 1997 nr. 45 om allmennaksjeselskaper, Ajourført lovkommentar.

Oslo Børs ser ingen grunn til å vurdere nærmere om Guntvedt ble eier av aksjer i NTS gjennom kjøp av aksjer 3. januar 2023, da det ikke har betydning for resultatet. Oslo Børs har forståelse for at det er av interesse for tidligere minoritetsaksjonærer å få klarhet i hvem som var eier aksjer når det er gjennomført tvungen overføring. Dette har blant annet betydning for hvem som har rett til å motta vederlaget og for retten til å reise innsigelser mot vederlaget som hovedaksjonæren tilbyr. Dette er ikke forhold Oslo Børs er gitt kompetanse til å føre tilsyn med. Hvem som har rett til å motta vederlag ved tvungen overføring er et privatrettslig forhold mellom hovedaksjonær og aksjonærene.

Den ekstraordinære generalforsamlingen i NTS, hvor det ble vedtatt at Selskapet skulle søke om strykning av aksjene fra notering, ble avholdt 5. januar 2023. Som eier av samtlige aksjer i NTS kunne dermed SalMar avgjøre hvorvidt innkallingsfristen skulle avkortet, samt at generalforsamlingen skulle avholdes på annet sted enn i kommunen hvor Selskapet har sitt forretningskontor. Oslo Børs finner dermed ikke grunnlag for at beslutningene i den ekstraordinære generalforsamlingen avholdt 5. januar 2023 er ugyldige etter selskapsrettslige regler.

Avslutningsvis bemerkes at et aksjeselskap som kun har én aksjonær tilfredsstillende ikke kravene og er ikke egnet for notering på regulert marked. Strykning av selskaper med én aksjonær medfører generelt ikke relevante ulemper for aksjonærer eller markedets oppgaver og funksjon.

Etter Oslo Børs' vurdering gir derfor ikke anførselene i klagen eller andre forhold grunnlag for omgjøring av vedtaket om strykning av aksjene i NTS fra notering.

NTS krever at Guntvedt dekker deres saksomkostning, se [Vedlegg 12](#). Guntvedt har fremmet innsigelser mot dette kravet, se [Vedlegg 13](#). Dette avgjøres av Børsklagenemnden. Oslo Børs har ikke merknader til dette i sin behandling av klagen.

5. Vedtak

På denne bakgrunn fattes følgende vedtak:

«Vedtaket av 6. januar 2023 hvor søknad fra NTS ASA om strykning av selskapets aksjer fra notering på Oslo Børs ble godkjent opprettholdes.

Klagen fra Guntvedt Holding AS oversendes Børsklagenemnden for behandling.»

2.2.2 Questback Group AS – Vedtak om strykning fra notering på Euronext Growth Oslo

Grunnlaget for søknaden var generalforsamlingsvedtak i Questback Group AS («Selskapet») den 30. november 2023 om å søke om strykning fra Euronext Growth Oslo. Nedenfor følger utdrag fra Oslo Børs' vedtak.

2. Bakgrunn for søknaden

I søknaden fremkommer det [REDACTED] og at selskapet i den forbindelse har fremforhandlet og gjennomført en transaksjon med långiveren («Kjøper») i obligasjonslånet utstedt av Selskapets heleide datterselskap, Questback AS. Gjennomføringen av transaksjonen innebærer at forannevnte långiver har ervervet 75 % av aksjene i Questback AS, hvor Selskapets virksomhet har ligget. De resterende 25 % av aksjene i Questback AS eies fortsatt av selskapet. Etter at transaksjonen ble gjennomført 6. desember har Selskapet ingen vesentlig virksomhet eller eiendeler utover minoritetseierandelen på 25 % av aksjene i Questback AS.

I etterkant av transaksjonen vil 100 % av obligasjonene utstedt av Questback AS bli konvertert til egenkapital gjennom en kapitalforhøyelse i Questback AS med Kjøper som tegner og slik at de nye aksjene som utstedes vil være preferanseaksjer. Aksjeinnskuddet vil bli gjort opp gjennom motregning av kravet Kjøper har mot Questback AS under obligasjonslånet.

Selskapet anser seg som ikke lenger egnet for notering på Euronext Growth Oslo. I tillegg til at selskapet ikke lenger vil ha annen virksomhet enn et passivt eierskap av minoritetsposten i Questback AS, anføres det at det ikke foreligger noen interesse for handel i aksjene i Selskapet. I søknaden nevnes også at noteringen ikke har ført til noen vesentlig ytterligere spredning av eierskapet til Selskapets aksjer da Selskapet ved noteringstidspunktet hadde 58 aksjeeiere registrert i VPS, mens tallet på søknadstidspunktet var 65.

3. Rettslig bakgrunn

Det følger av verdipapirhandelloven § 9-30 første ledd at:

«Operatør av en multilateral handelsfasilitet eller organisert handelsfasilitet kan suspendere eller stryke et finansielt instrument fra handel på fasiliteten hvis det ikke lenger tilfredsstillende vilkårene eller regler. Dette gjelder likevel ikke hvis det kan ventes å medføre vesentlig ulempe for eierne av instrumentet eller fasilitetens oppgaver og funksjon å suspendere eller stryke instrumentet.»

Det følger av Euronext Growth Oslo Regelbok II punkt 3.17.2 at

*(1) Oslo Børs kan stryke finansielle instrumenter utstedt av Utsteder hvis de ikke lenger tilfredsstillende vilkårene eller reglene for Euronext Growth Oslo. Dette gjelder likevel ikke hvis det kan ventes å medføre vesentlig ulempe for eierne av instrumentet eller fasilitetens oppgaver og funksjon å stryke instrumentet.
(2) Utstederen kan søke Oslo Børs om at dens Aksjer blir strøket fra opptak til handel på Euronext Growth hvis generalforsamlingen har besluttet dette med flertall som for vedtektsendringer. ... Oslo Børs treffer beslutning om eventuell strykning. Oslo Børs kan i særlige tilfeller gjøre unntak fra første punktum.*

Bestemmelsene innebærer en høy grad av skjønn. Oslo Børs og Børsklagenemnden har gjennom tidligere praksis tydeliggjort hvilke hensyn som anses relevante for å vurdere om en søknad om strykning bør godkjennes. Beslutninger om søknader om strykning som ikke støttes av alle aksjonærer vil avhenge av avveining og vurdering av argumentene for og imot strykning. Avgjørende vil således være selskapets – representert ved flertallets – interesse i å stryke selskapet fra børs mot interessene til minoritetsaksjonærene i selskapet som fortsatt er notert. Slike vurderinger må gjøres i lys av hensyn til likviditet, markedets plikter og funksjon og tillit til markedet. En mulig faktor vil i denne sammenheng være om selskapet tilfredsstillende vilkårene for opptak til notering.

Oslo Børs sin praksis har lagt til grunn at hensynet til minoritetsaksjonærer skal tas særlig hensyn til ved den skjønnsmessige vurderingen av strykning, og det er fulgt en streng praksis. Omstendighetene i hvert enkelt tilfelle må imidlertid tas i betraktning som en del av den samlede vurderingen.

I 2014 vedtok EU regler som reviderer MiFiD-rammeverket, bestående av et direktiv («**MiFiD II**») og en forordning («**MiFiR**»). Nye regler i verdipapirhandelloven som implementerer MiFiD II i Norge trådte i kraft 1. januar 2019. Videre ble MiFiR og Commission Delegated Regulation (EU) 2017/565 («**Commission Delegated**

Regulaion»)² implementert i norsk rett med virkning pr 1. januar 2020 gjennom inkorporering i henholdsvis verdipapirhandelloven § 8-1 og verdipapirforskriften § 2-2.

Artikkel 80 i kommisjonens delegerede forordning angir omstendigheter som utgjør betydelig skade på investorers interesser og markedets ordnede funksjon. Det følger av artikkel 80 nr. 1 at *"a removal from trading of a financial instrument shall be deemed likely to cause significant damage to investors' interests or the orderly functioning of the market"* at least where (a) *"it would create a systemic risk undermining financial stability, such as where the need exists to unwind a dominant market position, or where settlement obligations would not be met in a significant volume"*, (b) *"the continuation of trading on the market is necessary to perform critical post-trade risk management functions when there is a need for the liquidation of financial instruments due to the default of a clearing member under the default procedures of a CCP and a CCP would be exposed to unacceptable risks as a result of an inability to calculate margin requirements"*, and (c) *"the financial viability of the issuer would be threatened, such as where it is involved in a corporate transaction or capital raising"*.

Videre følger det av artikkel 80 nr. 2 at alle relevante faktorer skal tas i betraktning når det skal avgjøres om en strykning er sannsynlig til å forårsake betydelig skade på investorenes interesser eller den ordnede funksjonen til markedet, inkludert (a) *"the relevance of the market in terms of liquidity where the consequences of the action are likely to be more significant where those markets are more relevant in terms of liquidity than in other markets"*, (b) *"the nature of the envisaged action where actions with a sustained or lasting impact on the ability of investors to trade a financial instrument on trading venues, such as removals, are likely to have a greater impact on investors than other actions"*, (c) *"the knock-on effects of a suspension or removal of sufficiently related derivatives, indices or benchmarks for which the removed or suspended instrument serves as an underlying or constituent"*, and (d) *"the effects of a suspension on the interests of market end users who are not financial counterparties, such as entities trading in financial instruments to hedge commercial risks"*.

I henhold til artikkel 80 nr. 3 skal faktorene angitt i nr. 2 også tas i betraktning når det besluttes å ikke fjerne et finansielt instrument på grunnlag av forhold som ikke dekkes av listen i nr. 1.

Betraktningen til kommisjonens delegerede forordning, som uttrykker formålene med forordningen, sier i punkt 116 at *"[i]t is necessary to further specify when a suspension or a removal from trading of a financial instrument is likely to cause significant damages to the investor's interest or to the orderly functioning of the market"* and that *"[c]onvergence in that field is necessary to ensure that market participants in a Member State where trading in financial instruments has been suspended or financial instruments have been removed are not disadvantaged in comparison to market participants in another Member State, where trading is still ongoing"*.

4. Børsens vurdering av søknad om strykning

Selskapet besluttet på generalforsamling 30. november 2023 å søke Selskapets aksjer strøket fra Euronext Growth Oslo. Tre aksjonærer som til sammen eier 780.903 aksjer, tilsvarende 60,69 % av Selskapets aksjekapital, var representert på generalforsamlingen hvor alle stemte i favør av å søke om strykning. Selskapet offentliggjorde 16. november 2023 børsmelding om innkalling til generalforsamling og at søknad om strykning av Selskapets aksjer var et av punktene på agendaen.

² Commission Delegated Regulation (EU) 2017/565 of 25 April 2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council as regards organizational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purpose of that Directive.

Vanligvis vil søknad om strykning innvilges dersom aksjonærer i favør av søknad om strykning kontrollerer mer enn 90 % av aksjene (eller tilsvarende grense hva gjelder tvangsinnløsning dersom selskapet er utenlandsk). Beslutningen vil, bl.a., baseres på prosentandelen av aksjonærene som stemmer i favør og disfavør av søknad om strykning, antall aksjonærer som stemmer i disfavør, selskapets generelle egnethet for notering, i hvilken grad minoritetsaksjonærene er ivaretatt og andre relevante forhold.

Det er så langt i år kun vært to handler i Selskapets aksjer på Euronext Growth Oslo, hver av disse på 25 aksjer. Dette understøtter at likviditeten i aksjene har vært svært begrenset.

Aksjeeierregister fra VPS datert 5. desember 2023 vedlagt søknaden viser at Selskapet har 65 aksjonærer hvorav 53 eier aksjer for minimum NOK 5.000. Oslo Børs har i etterkant av at Selskapet offentliggjorde generalforsamlingsvedtaket om å søke om strykning, ikke mottatt noen henvendelser fra aksjonærene angående potensiell strykning. Av Selskapets aksjonærer deltok kun tre på generalforsamlingen, tilsvarende 60,69 % av Selskapets aksjekapital. Det er likevel ikke lagt avgjørende vekt på dette da det er svært lite likviditet i aksjene, det er ikke kommet innsigelser på strykningen og at strykingsdato settes frem i tid slik at Selskapets aksjonærer kan innrette seg etter strykningen. Selskapet har etter transaksjonen også begrenset virksomhet hvilket tilsier at det ikke er egnet for videre notering.

Oslo Børs finner ingen av omstendighetene hvor en strykning av aksjene vil medføre vesentlig skade på investorenes interesser gjeldende i dette tilfellet, jf. Commission Delegated Regulation (EU) 2017/565 artikkel 80 nr. 1 (a)-(c). Kommisjonens delegerede forordning artikkel 80 nr. 2(b) refererer "the nature of the envisaged action where actions with a sustained or lasting impact on the ability of investors to trade a financial instrument on trading venues, such as removals, are likely to have a greater impact on investors than other actions». Etter Oslo Børs sitt syn vil handlingen, dvs. strykning fra Euronext Growth Oslo, sannsynligvis ha vedvarende og varig innvirkning på investorenes evne til å handle det finansielle instrumentet på markedsplassen. Det følger imidlertid som en naturlig konsekvens av strykning, og vil alene ikke være til hinder for strykning. Det vises også til at generalforsamlingsvedtaket om å søke om strykning.

Etter å ha vurdert alle sider av saken, er Oslo Børs av den oppfatning at en strykning av Selskapets aksjer ikke kan forventes å medføre vesentlig ulempe for Selskapets aksjonærer eller for markedets plikter og funksjon. Oslo Børs har således vedtatt å godkjenne Selskapets søknad om strykning fra Euronext Growth Oslo.

Iht. Euronext Growth Oslo Regelbok II punkt 3.17.2 (6) og etablert praksis ved Oslo Børs, settes ikrafttredelsesdatoen for strykningen etter en viss forsinkelse for å gi aksjonærene tilstrekkelig tid til å tilpasse seg at aksjene ikke lenger vil være notert på Euronext Growth Oslo.

5. Vedtak

Oslo Børs har 21. desember 2023 fattet følgende beslutning:

«Aksjene i Questback Group AS strykes fra notering på Euronext Growth Oslo med virkning fra 21. februar 2024. Siste noteringsdag vil være 20. februar 2024».

Vedtaket kan påklages til Euronext Growth Oslo klagenemnd. Klage må fremmes senest to uker etter at beslutningen er truffet, jf. Euronext Growth Oslo Regelbok II punkt 3.20 (1) og (2).

2.2.3 Statt Torsk ASA – Vedtak om strykning fra notering på Euronext Growth Oslo – Fusjon

Grunnlaget for søknaden var vedtak om fusjon fattet i den ekstraordinære generalforsamling i Statt Torsk ASA («**Selskapet**») 19. desember 2023, samt vedtak av generalforsamlingen om å søke strykning av selskapets aksjer fra Euronext Growth Oslo av samme dato.

1. Bakgrunn for søknaden

I forkant av beslutning i ekstraordinær generalforsamling, sendte Selskapet 28. november 2023 redegjørelse («**Redegjørelsen**») for fortsatt notering på bakgrunn av at Selskapet (som overdragende), Vesterålen Havbruk Statt AS (som overtakende), og Vesterålen Havbruk AS (som vederlagsutstedende), den 14. november 2023 undertegnet en fusjonsplan, for overføring av samtlige eiendeler, rettigheter og forpliktelser i Selskapet til Vesterålen Havbruk Statt AS, hvor Selskapet vil bli oppløst ved gjennomføringen («**Fusjonen**»). Ingen av de øvrige partene i Fusjonen har aksjer tatt opp til handel.

I ekstraordinær generalforsamling i Selskapet 19. desember 2023 ble Fusjonen vedtatt. I Selskapets søknad om strykning er det oppgitt at generalforsamlingene i Vesterålen Havbruk Statt AS og Vesterålen Havbruk AS også har vedtatt Fusjonen. Generalforsamlingen i Selskapet vedtok videre å søke selskapets aksjer strøket fra notering på Euronext Growth Oslo.

I Selskapets generalforsamling ble beslutninger i anledning Fusjonen og søknad om strykning, vedtatt av henholdsvis 99,93 % av den representerte aksjekapitalen og av 72,96 % av den totale aksjekapitalen. To aksjonærer stemte mot Fusjonen og vedtak om strykning. Slike aksjonærer eier samlet 0,07 % av den representerte aksjekapitalen på generalforsamlingen.

Selskapet viser til at det ikke lenger er egnet for notering på Euronext Growth Oslo på bakgrunn av Fusjonen, hvor eiendelene, rettighetene og forpliktelsene til Selskapet bli videreført i det sammenslåtte selskapet, Vesterålen Havbruk Statt AS. Dette selskapet vil kun ha én aksjonær (Vesterålen Havbruk AS), og vil således alene av den grunn ikke være egnet til notering.

2. Rettslig bakgrunn

Av Euronext Growth Oslo Regelbok II punkt 3.16.1 (1) og (4) følger:

«Dersom Utsteder deltar i en fusjon, skal Utsteder senest 15 Handeldsdager etter at fusjonsplanen er undertegnet sende en orientering til Oslo Børs der det kort redegjøres for om det fusjonerte selskapet etter fusjonen oppfyller vilkårene for opptak til handel. Det skal i orienteringen angis om Utsteder fortsatt ønsker å være tatt opp til handel. Dersom Utsteder ikke ønsker opptaket videreført, skal det videre redegjøres for hvordan interessene til aksjeeierne som er tjent med fortsatt opptak er ivaretatt ved en eventuell strykning.»

«Aksjene i det fusjonerte selskapet skal være tatt opp til handel med mindre Oslo Børs vedtar å stryke Aksjene etter reglene i punkt 3.17.2.»

Det følger av verdipapirhandelloven § 9-30 første ledd at

«Operatør av en multilateral handelsfasilitet eller organisert handelsfasilitet kan suspendere eller stryke et finansielt instrument fra handel på fasiliteten hvis det ikke

lenger tilfredsstillende vilkår eller regler. Dette gjelder likevel ikke hvis det kan ventes å medføre vesentlig ulempe for eierne av instrumentet eller fasilitetens oppgaver og funksjon å suspendere eller stryke instrumentet.»

Det følger av Euronext Growth Oslo Regelbok II punkt 3.17.2 at

- (1) *Oslo Børs kan stryke finansielle instrumenter utstedt av Utsteder hvis de ikke lenger tilfredsstillende vilkårene eller reglene for Euronext Growth Oslo. Dette gjelder likevel ikke hvis det kan ventes å medføre vesentlig ulempe for eierne av instrumentet eller fasilitetens oppgaver og funksjon å stryke instrumentet.*
- (2) *Utstederen kan søke Oslo Børs om at dens Aksjer blir strøket fra opptak til handel på Euronext Growth hvis generalforsamlingen har besluttet dette med flertall som for vedtektsendringer. ... Oslo Børs treffer beslutning om eventuell strykning. Oslo Børs kan i særlige tilfeller gjøre unntak fra første punktum.*

På bakgrunn av at det er inngått avtale om fusjon, må regelverket for fortsatt notering og strykning vurderes i sammenheng. Utgangspunktet er at det fusjonerte selskapet viderefører noteringen, med mindre Oslo Børs treffer beslutning om strykning, slik det fremgår av Regelbok II punkt 3.16.1 (4). Beslutning om strykning treffes etter vurdering av redegjørelse for interessene til aksjeeierne og de nærmere grunner som er inntatt i søknad om strykning. For at strykning skal kunne besluttes av Oslo Børs, må de vilkår som gjelder for strykning være oppfylt, slik det følger av Regelbok II punkt 3.7.2, jf. Verdipapirhandelloven § 9-30.

Bestemmelsene om strykning innebærer en høy grad av skjønn. Oslo Børs og Børsklagenemnden har gjennom tidligere praksis tydeliggjort hvilke hensyn som anses relevante for å vurdere om en søknad om strykning bør godkjennes. Beslutninger om søknader om strykning som ikke støttes av alle aksjonærer vil avhenge av avveining og vurdering av argumentene for og imot strykning. Avgjørende vil således være selskapets – representert ved flertallets – interesse i å stryke selskapet fra notering mot interessene til minoritetsaksjonærene i selskapet som fortsatt er notert. Slike vurderinger må gjøres i lys av hensyn til likviditet, markedets plikter og funksjon og tillit til markedet. En mulig faktor vil i denne sammenheng være om selskapet tilfredsstillende vilkårene for opptak til notering.

Oslo Børs har i sin praksis lagt til grunn at hensynet til minoritetsaksjonærer skal tas særlig hensyn til ved den skjønnsmessige vurderingen av strykning, og det er fulgt en streng praksis. Omstendighetene i hvert enkelt tilfelle må imidlertid tas i betraktning som en del av den samlede vurderingen.

I 2014 vedtok EU regler som reviderer MiFiD-rammeverket, bestående av et direktiv («MiFiD II») og en forordning («MiFiR»). Nye regler i verdipapirhandelloven som implementerer MiFiD II i Norge trådte i kraft 1. januar 2019. Videre ble MiFiR og Commission Delegated Regulation (EU) 2017/565 («Commission Delegated Regulation»)³ implementert i norsk rett med virkning pr 1. januar 2020 gjennom inkorporering i henholdsvis verdipapirhandelloven § 8-1 og verdipapirforskriften § 2-2.

Artikkel 80 i kommisjonens delegerte forordning angir omstendigheter som utgjør betydelig skade på investorers interesser og markedets ordnede funksjon. Det følger av artikkel 80 nr. 1 at "*a removal from trading of a financial instrument shall be deemed likely to cause significant damage to investors' interests or the orderly functioning of the market*" at least where (a) "*it would create a systemic risk undermining financial*

³ Commission Delegated Regulation (EU) 2017/565 of 25 April 2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council as regards organizational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purpose of that Directive.

stability, such as where the need exists to unwind a dominant market position, or where settlement obligations would not be met in a significant volume", (b) "the continuation of trading on the market is necessary to perform critical post-trade risk management functions when there is a need for the liquidation of financial instruments due to the default of a clearing member under the default procedures of a CCP and a CCP would be exposed to unacceptable risks as a result of an inability to calculate margin requirements", and (c) "the financial viability of the issuer would be threatened, such as where it is involved in a corporate transaction or capital raising".

Videre følger det av artikkel 80 nr. 2 at alle relevante faktorer skal tas i betraktning når det skal avgjøres om en strykning er sannsynlig til å forårsake betydelig skade på investorenes interesser eller den ordnede funksjonen til markedet, inkludert (a) *"the relevance of the market in terms of liquidity where the consequences of the action are likely to be more significant where those markets are more relevant in terms of liquidity than in other markets"*, (b) *"the nature of the envisaged action where actions with a sustained or lasting impact on the ability of investors to trade a financial instrument on trading venues, such as removals, are likely to have a greater impact on investors than other actions"*, (c) *"the knock-on effects of a suspension or removal of sufficiently related derivatives, indices or benchmarks for which the removed or suspended instrument serves as an underlying or constituent"*, and (d) *"the effects of a suspension on the interests of market end users who are not financial counterparties, such as entities trading in financial instruments to hedge commercial risks"*.

I henhold til artikkel 80 nr. 3 skal faktorene angitt i nr. 2 også tas i betraktning når det besluttes å ikke fjerne et finansielt instrument på grunnlag av forhold som ikke dekkes av listen i nr. 1.

Betraktningen til kommisjonens delegerede forordning, som uttrykker formålene med forordningen, sier i punkt 116 at *"[i]t is necessary to further specify when a suspension or a removal from trading of a financial instrument is likely to cause significant damages to the investor's interest or to the orderly functioning of the market" and that "[c]onvergence in that field is necessary to ensure that market participants in a Member State where trading in financial instruments has been suspended or financial instruments have been removed are not disadvantaged in comparison to market participants in another Member State, where trading is still ongoing"*.

3. Børsens vurdering av søknad om strykning

Grunnlaget for å vurdere strykning av Selskapets aksjer fra notering på Euronext Growth Oslo er både Fusjonen, jf. Regelbok II punkt 3.16.1 og generalforsamlingens vedtak om å søke aksjene strøket fra notering, jf. Regelbok II punkt 3.17.2.

Generalforsamlingen i Selskapet vedtok å søke Selskapets aksjer strøket fra notering på Euronext Growth Oslo. Slik vedtak lyder «Selskapets aksjer skal søkes avnotert fra Euronext Growth Oslo med virkning fra fusjonens selskapsrettslige gjennomføring». Videre fremgår det av fusjonsplanen at det er vilkår for gjennomføring av Fusjonen at «aksjene det i det Overdragende Selskap strykes fra notering på Euronext Growth Oslo som følge av fusjonen, og ingen videreføring av noteringen av noen av Partene er påkrevet». Det forutsettes dermed at vedtakene om strykning og Fusjonen er gjensidig betinget av hverandre, og at Selskapet ikke søkes strøket med mindre Fusjonen gjennomføres. Det sentrale er dermed om det fusjonerte selskapet kan strykes fra notering.

Hvor det noterte selskapet er overdragende selskap i fusjon, herunder hvor det noterte selskapet vil opphøre å eksistere uten at notering videreføres for annen part i fusjonen, innebærer dette også en nærmere vurdering mot reglene for fortsatt notering, jf.

Regelbok II punkt 3.16.1. Av slik bestemmelse følger at Oslo Børs treffer beslutning om strykning, og det må dermed vurderes om vilkårene for strykning er oppfylt. Det vises for øvrig til Vedtak og Uttalelser 2020 punkt 1.3.1.

Selskapet viser til at det ikke lenger er egnet for notering på Euronext Growth Oslo på bakgrunn av Fusjonen, hvor eiendelene, rettighetene og forpliktelsene til Selskapet bli videreført i det sammenslåtte selskapet, Vesterålen Havbruk Statt AS. Dette selskapet vil kun ha én aksjonær (Vesterålen Havbruk AS), og Selskapet viser til at det av den grunn ikke være egnet til notering.

Det er riktig at dette i seg selv innebærer at Selskapet ikke er egnet for notering. Samtidig har Selskapet et vesentlig antall aksjonærer i forkant av Fusjonen, og det sentrale er om hensynet til Selskapets aksjonærer er tilstrekkelig ivaretatt eller om strykning vil medføre en vesentlig ulempe, jf. Regelbok II punkt 3.17.2.

Som utgangspunkt vil vanligvis en søknad om strykning innvilges dersom aksjonærer i favør av søknad om strykning kontrollerer mer enn 90 % av aksjene (eller tilsvarende grense hva gjelder tvangsinnløsning dersom selskapet er utenlandsk). Beslutningen vil, bl.a., baseres på prosentandelen av aksjonærene som stemmer i favør og disfavør av søknad om strykning, antall aksjonærer som stemmer i disfavør, selskapets generelle egnethet for notering, i hvilken grad minoritetsaksjonærene er ivaretatt og andre relevante forhold.

I dette tilfellet har 99,93 % av aksjekapitalen representert på generalforsamlingen og ca. 73 % av den totale aksjekapitalen i Selskapet stemt for vedtak om at Selskapet skal søke om at aksjene strykes fra og med fusjonstidspunktet. Fusjonen er dermed velfundert i Selskapets generalforsamling.

Samtidig har to aksjonærer stemt mot strykning, med en samlet beholdning på 0,07 % av den representerte kapitalen og 0,05 % av den totale aksjekapitalen. Følgelig foreligger ikke tilfelle som medfører at strykning vil innvilges på bakgrunn av at aksjonærer eier tilsvarende beholdning som gjør at tvangsinnløsning kan iverksettes. Dette innebærer imidlertid ikke at strykning er avskåret, men det fordrer en nærmere vurdering av hensynet til aksjonærene.

Det foreligger begrenset praksis mht. strykning etter gjennomføring av transaksjon som nevnt, herunder fusjon hvor det noterte foretaket er overdragende og dermed opphører å eksistere etter gjennomført transaksjon. Børsstyret vedtok strykning av Fosen ASA etter gjennomført fusjon med Torghatten Trafikkselskap ASA (Vedtak og Uttalelser 2008 punkt 4.2.1). Fosen ASA var i motsetning til Selskapet notert på Oslo Børs, og i slikt tilfelle var ikke fusjonen og strykningen betinget av hverandre, samt at det var noe større motstand i generalforsamlingen. På bakgrunn av begrenset praksis med hensyn til strykning etter fusjon anses det likevel relevant å se hen til saken. Det bemerkes imidlertid at strykning av selskap fra Oslo Børs typisk vil anses mer inngripende på bakgrunn av regelverket for utstedere notert på regulert marked, herunder eksempelvis ved regelverk for take-over og informasjonsplikt. Det kan dermed argumenteres for at terskelen for å konstatere at strykning innebærer en «vesentlig ulempe», jf. Regelbok II for Euronext Growth Oslo punkt 3.17.2 og Regelbok II for Oslo Børs/Euronext Expand punkt 2.11.2, er høyere for strykning fra regulert marked sammenlignet med Euronext Growth Oslo. Samtidig vil samme betraktninger knyttet til minoritetsbeskyttelse og hensynet til Selskapets aksjonærer være vesentlig også ved strykning fra Euronext Growth Oslo, og det foreligger fremdeles sentrale skranker for strykning, slik det følger av Regelbok II punkt 3.17.2 og Commission Delegated Regulation.

Oslo Børs kom ved spørsmålet om strykning av Fosen ASA, etter en nærmere vurdering av oppfyllelse av opptaksvilkår, til at aksjene kunne strykes og at hensynet til

minoritetsaksjonærene ikke var avgjørende i en avveining mellom oppfyllelse av opptaksvilkår og hensynet til minoritetsaksjonærene.

Slik Oslo Børs ser det må strykning derfor vurderes ut fra en vurdering av Selskapet og aksjonærenes interesse i strykning mot hensynet til øvrige aksjonærer. At Selskapets interesse i strykning også skal tillegges vekt ble konstatert i Evry (Vedtak og Uttalelser s. 66), og Oslo Børs er av den oppfatning av dette også må gjøres gjeldende ved spørsmål om strykning fra Euronext Growth Oslo.

Totalt hadde Selskapet per 2. februar 2024 1121 aksjonærer, hvorav 439 aksjonærer eier aksjer for mer enn NOK 5.000 (basert på sluttkurs per 3. februar 2024 som utgjorde NOK 0,67). Videre er det stor spredning av aksjene, hvorav Selskapets fem største aksjonærer eier henholdsvis ca. 28 %, 11 %, 7 %, 7 % og 5 %.

På Selskapets generalforsamling stemte ca. 50 aksjonærer, som da representerte til sammen 73 % av Selskapets aksjekapital. Følgelig er det ca. 27 % av Selskapets aksjonærer, spredt på ca. 1.071 aksjonærer som ikke har deltatt og dermed ikke gitt uttrykk for sin mening om strykning av Selskapets aksjer. På den ene siden er det et betydelig antall aksjonærer som ikke har deltatt, og som dermed ikke har uttrykt mening om Selskapets strategi og plan. I den forbindelse bemerkes imidlertid at Selskapet jevnlig har opplyst om strategi, herunder ved børs melding om at det er planlagt fusjon med Vesterålen (15. september), avholdt presentasjon om fusjonen (31. oktober), signering av fusjonsplan 14. november, før avholdelse av ekstraordinær generalforsamling 19. desember 2023. Følgelig kan det antas at aksjonærer har insentiv til å gi uttrykk for sin mening om transaksjonen i relevante forum. Samtidig kan det ikke legges avgjørende vekt på dette da aksjonærene som ikke har stemt, ikke har uttrykt sin mening om strykningen.

Dette kan imidlertid ses i sammenheng med at Selskapet har en markedsverdi på ca. NOK 143 millioner, noe som innebærer at resterende aksjonærer (ca. 1.071) som samlet eier 38 millioner ikke har gitt uttrykk for sin mening. De resterende NOK 103 millionene har stemt for strykning og gjennomføring av fusjonen. Det bemerkes også at sammenlignet med Fosen ASA foreligger det bredere støtte for Fusjonen, samt at spørsmålet her vedrører strykning fra Euronext Growth Oslo og ikke regulert marked.

I redegjørelse ifm. Fusjonen, er det også vist til at Selskapets aksjonærer vil motta vederlagsaksjer i Vesterålen Havbruk AS, og at disse er fritt omsettelige og skal være registrert i Euronext Securities Oslo, samt at Vesterålen Havbruk AS fra gjennomføringen av Fusjonen vil ha kvartalsvis finansiell rapportering.

Dette er i seg selv ikke et avgjørende moment da det ikke innebærer at aksjene vil fortsette å være omsettelige på handelsplass eller at det fusjonerte selskapet vil være underlagt løpende forpliktelser. Samtidig vil aksjonærene likevel motta kvartalsvis finansiell informasjon og overdragelse av aksjene vil ikke være underlagt de alminnelige omsetningsbegrensninger som følger av bakgrunnsretten i aksjeloven.

Det bemerkes også at ordlyden i regelverket for strykning ved at strykning ikke kan gjøres hvor det forventes å «medføre vesentlig ulempe for eierne av instrumentet eller fasilitetens oppgaver og funksjon å stryke instrumentet» tilsier at det kreves noe mer enn de ordinære konsekvenser av strykning for at strykning skal antas å medføre «vesentlig ulempe». Dette sammenholdt med at en vesentlig andel av Selskapets aksjekapital (99,93 %) har vært representert og stemt for strykningen, underbygger at Selskapets aksjer kan strykes fra notering. Oslo Børs viser også til at det har vært vedvarende informert om Selskapets planlagte transaksjon og at det ikke har vært større motstand mot strykning. Oslo Børs finner at hensynet til Selskapets og aksjonærenes

interesse i strykning må tillegges større betydning enn hensynet til Selskapets øvrige aksjonærer.

For øvrig finner ikke Oslo Børs at omstendighetene hvor en strykning av aksjene vil medføre vesentlig skade på investorenes interesser gjeldende i dette tilfellet, jf. Commission Delegated Regulation (EU) 2017/565 artikkel 80 nr. 1 (a)-(c). Kommisjonens delegerte forordning artikkel 80 nr. 2(b) refererer "the nature of the envisaged action where actions with a sustained or lasting impact on the ability of investors to trade a financial instrument on trading venues, such as removals, are likely to have a greater impact on investors than other actions». Etter Oslo Børs sitt syn vil handlingen, med andre ord strykning fra Euronext Growth Oslo, sannsynligvis ha vedvarende og varig innvirkning på investorenes evne til å handle det finansielle instrumentet på markedsplassen. Det følger imidlertid som en naturlig konsekvens av strykning, og vil alene ikke være til hinder for strykning. Det vises også til generalforsamlingsvedtaket om å søke om strykning.

Etter å ha vurdert alle sider av saken, er Oslo Børs av den oppfatning at en strykning av Selskapets aksjer ikke kan forventes å medføre vesentlig ulempe for Selskapets aksjonærer eller for markedets plikter og funksjon. Oslo Børs har således vedtatt å godkjenne Selskapets søknad om strykning fra Euronext Growth Oslo.

I henhold til Euronext Growth Oslo Regelbok II punkt 3.17.2 (6) og etablert praksis ved Oslo Børs, settes ikrafttredelsesdatoen for strykningen med noe forsinkelse for å gi aksjonærene tid til å tilpasse seg at aksjene ikke lenger vil være notert på Euronext Growth Oslo. Selskapet har opplyst at per nå planlegges Fusjonen selskapsrettslig gjennomført 5. februar 2024. Strykningsdato er forslått satt til samme tidspunkt som selskapsrettslig gjennomføring av Fusjonen, slik angitt i vedtaket om å søke om strykning i Selskapets generalforsamling.

4. Vedtak

Oslo Børs har 15. januar 2024 fattet følgende beslutning:

«Aksjene i Statt Torsk ASA strykes fra notering på Euronext Growth Oslo fra og med dato for selskapsrettslig gjennomføring av fusjonen mellom Statt Torsk ASA, Vesterålen Havbruk Statt AS og Vesterålen Havbruk AS.

Vedtaket om strykning er betinget av at fusjonen med Statt Torsk ASA, Vesterålen Havbruk Statt AS og Vesterålen Havbruk AS selskapsrettslig gjennomføres.»

Vedtaket kan påklages til Euronext Growth Oslo klagenemnd. Klage må fremmes senest to uker etter at beslutningen er truffet, jf. Euronext Growth Oslo Regelbok II punkt 3.20 (1) og (2).

3 LØPENDE UTSTEDERREGLER

3.1 Likebehandling av aksjonærer

3.1.1 ██████████ – Samtidig offentliggjøring av informasjon til aksjeeiere, Euronext Growth Oslo, 10.03.2023

Saken gjaldt avholdt presentasjon med selskapsoppdatering hvor presentasjonen inneholdt enkelte ureviderte tall. Presentasjonen var ikke offentliggjort før avholdelsen. Informasjon om de ureviderte tallene ble dermed ikke offentliggjort samtidig som informasjonen ble gitt til aksjeeierne etter Euronext Growth Oslo Regelbok Del II punkt 3.15.2.

Euronext Growth Oslo Regelbok Del II («Regelbok II») punkt 3.15.2 angir at «Meldinger, dokumenter og annen informasjon som sendes til aksjeeierne skal offentliggjøres senest samtidig med utsendelsen». I tillegg kan vi nevne NUES-anbefalingen punkt 13, selv om Selskapet ikke er forpliktet til følge denne. Dette punktet angir at «Styret bør fastsette retningslinjer for selskapets rapportering av finansiell og annen informasjon basert på åpenhet og under hensyn til kravet om likebehandling av aktørene i verdipapirmarkedet. Styret bør fastsette retningslinjer for selskapets kontakt med aksjeeiere utenfor generalforsamlingen». De nevnte punktene gir uttrykk for et prinsipp om samtidig informasjonstilgang for aksjonærene.

Videre kan vi nevne veiledningen til Regelbok II punkt 3.9.1 «Offentliggjøring av innsideinformasjon», hvor det fremkommer en forutsetning om at utsteder har innarbeidede prosedyrer for håndtering av finansielle rapporter fra styrets godkjenning og frem til offentliggjøring finner sted som sikrer den nødvendige konfidensialitet. I forlengelsen av dette bør utsteder også ha prosedyrer for konfidensialitet og håndtering av finansiell informasjon på generelt grunnlag.

Vi har besluttet å lukke denne saken. Det er positivt at Selskapet ringte Oslo Børs med spørsmål om publisering, selv om dette var etter at presentasjonen var avholdt. Presentasjonen ble deretter publisert relativt raskt. Vi ønsker likevel å understreke at vi vurderer det som uheldig at presentasjonen ikke ble offentliggjort før presentasjonen rent faktisk ble avholdt. Vi ber derfor Selskapet om gjennomgå og oppdatere sine rutiner med hensyn til informasjonshåndtering. Vi gjør også oppmerksom på at vi på våre nettsider har et digitalt kurs som gir introduksjon til løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper. Vi oppfordrer til at relevante ansatte i selskapet tar dette kurset. Kurset og presentasjon finner dere her: [Kurs og seminarer | euronext.com](https://www.euronext.com/et/kurs-og-seminarer).

3.1.2 [REDACTED] – Avlysning av reparasjonsemisjon, Oslo Børs, 25.04.2023

Saken gjaldt avlysning av en reparasjonsemisjon, som ble kunngjort 17 handelsdager etter rettet emisjon var gjennomført. Nedenfor er utdrag fra e-post fra Oslo Børs til den aktuelle utstederen, med kommentarer til utstederens vurdering av hensynet til likebehandling av eksisterende aksjonærer etter Regelbok Del II punkt 2.1 (1) i lys av kort tid som gikk, samt til aksjekursen og handelsvolumet, i perioden mellom rettet emisjon ble gjennomført og publiseringen av børsmelding om at reparasjonsemisjonen var avlyst.

Det vises til e-postkorrespondanse mellom [REDACTED] («Selskapet») og Markedsovervåking ved Oslo Børs tilknyttet gjennomført rettet emisjon den [REDACTED], samt etterfølgende avlysning av reparasjonsemisjon, kunngjort i børsmelding den [REDACTED].

Selskapet har informert Oslo Børs om at den rettede emisjonen ble besluttet for å kunne refinansiere et eksisterende obligasjonslån på MNOK [REDACTED]. Tegningskurs i emisjonen var NOK [REDACTED] per aksje. Om bakgrunnen for avlysning av etterfølgende reparasjonsemisjon til samme tegningskurs, har Selskapet opplyst at det i perioden fra [REDACTED] til [REDACTED] ble omsatt 1,5 millioner aksjer på samme eller lavere kurs enn tegningskurs, og at handelsvolumet i perioden hadde oversteget størrelsen på den planlagte reparasjonsemisjonen. Videre hadde Selskapet observert at det over lengre perioder lå åpne poster for salg mellom NOK [REDACTED] og [REDACTED] per aksje. Selskapet var derfor av den oppfatning at eksisterende aksjonærer som ikke deltok i den rettede emisjonen hadde hatt tilstrekkelig mulighet for å redusere sin utvanning.

Oslo Børs har sett nærmere på emisjonen og ønsker å knytte noen kommentarer til denne. Oslo Børs minner om bestemmelsen i Oslo Børs Regelbok Del II («Regelbok II») 2.1 (1) hvor det fremgår at utsteder skal likebehandle innehavere av deres finansielle

instrumenter, og at innehaverne av de finansielle instrumentene ikke må utsettes for forskjellsbehandling som ikke er saklig begrunnet ut ifra utsteders og innehavernes felles interesse.

Oslo Børs reagerer på at den planlagte reparasjonsemisjonen ble avlyst forholdsvis kort tid (17 handelsdager) etter gjennomføring av den rettede emisjonen. Dette blant hensett til at aksjekursen i perioden etter emisjonen både lå over, på og under emisjonskurs. Like etter avlysning av reparasjonsemisjonen steg kursen videre ca. 29 % og aksjekursen har siden avlysningen og frem til i dag, ligget langt over tegningskursen.

I perioden [REDACTED] til [REDACTED] (hvor kansellering av reparasjonsemisjon skjedde [REDACTED]) ble det omsatt 4,79 millioner aksjer i Selskapet. Av disse var 3,36 millioner krysset utenfor ordreboken, slik at aksjene ikke var tilgjengelig for den "vanlige" investor. Resterende 1,4 millioner aksjer ble omsatt i ordreboken. Av disse ble ca. 813 000 aksjer omsatt på eller over tegningskursen på NOK [REDACTED], mens 486 000 ble omsatt under NOK [REDACTED]. Den etterfølgende handelen i aksjen viser således at aksjekursen varierte mellom å ligge over, på og under tegningskursen. Videre lå VWAP på NOK [REDACTED] i perioden fra emisjonen ble gjennomført til reparasjonsemisjonen ble avlyst, altså like over tegningskursen. Det er derfor ikke helt korrekt, slik Selskapet har anført, at aksjekursen lå på eller under tegningskursen i perioden etter emisjonen. I lys av at aksjekursen i nevnte periode også lå over tegningskursen, ville det ha vært naturlig å anta at en fornuftig investor ville ha ventet med handel til en reparasjonsemisjon.

Oslo Børs er derfor at den oppfatning at Selskapet burde ha vurdert utviklingen i aksjen over et lengre tidsrom, før man besluttet å avlyse reparasjonsemisjonen. Dette for å sikre hensynet til likebehandling av eksisterende aksjonærer som ikke fikk delta i den rettede emisjonen.

Oslo Børs har besluttet å ikke forfølge saken videre utover denne e-posten, men gjør Selskapet oppmerksom på at saken kan ha betydning for reaksjonsform ved eventuelle fremtidige brudd på børsens regelverk.

3.1.3 Aquila Holdings ASA (tidl. Carbon Transition ASA) – Kommentarer til utsteders håndtering av likebehandlingskravet, Oslo Børs, 22.06.2023

Saken gjelder utsteders håndtering av likebehandlingskravet i forbindelse med to ulike tilbakekjøp av egne aksjer. Oslo Børs valgte å overprøve Selskapets vurderinger, og konkluderte med at Selskapet hadde truffet tiltak som var egnet til å forskjellsbehandle aksjonærer eller til å gi en fordel for en aksjonær på Selskapets eller øvrige aksjonærers bekostning, som ikke hadde et saklig og forsvarlig grunnlag i Selskapets og aksjonærenes felles interesser.

1. Introduksjon og oppsummering

Det vises til børsmelding fra Aquila Holdings ASA (tidligere Carbon Transition ASA) («**Selskapet**») av 27. september 2022 kl. 08:45 om at Selskapet har gjennomført tilbakekjøp av aksjer fra én aksjonær («**Melding om tilbakekjøp i september 2022**»). Det vises også til børsmelding fra Selskapet av 8. mars 2023 kl. 16:30 om at Selskapet tilbyr tilbakekjøp av aksjer («**Melding om tilbakekjøp i mars 2023**»).

Som ledd i børsens oppfølging av løpende informasjonsplikt for selskaper tatt opp til handel, har avdeling for Markedsovervåking ved Oslo Børs sett nærmere på informasjonen i børsmeldingene. Oslo Børs har valgt å overprøve Selskapets vurdering i saken, og ønsker i den forbindelse å knytte noen kommentarer til Selskapets håndtering av likebehandling, jf. Oslo Børs Regelbok Del II («**Regelbok II**») punkt 2.1.

2. Rettslig grunnlag

Regelbok II punkt 2.1 oppstiller følgende regel om likebehandling:

«(1) Utstedere 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 Utstедers og innehavernes felles interesse.

(2) I forbindelse med omsetning eller utstedelse av Finansielle Instrumenter eller rettigheter til slike, må Utstедers 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.»

Likebehandling av innehavere av finansielle instrumenter er nærmere omtalt i børsens retningslinjer for likebehandling i Børssirkulære nr. 2-2014.⁴

3. Faktiske omstendigheter

I korrespondanse mellom Selskapet og Oslo Børs i perioden mars 2023 til april 2023 har Selskapet redegjort for de hendelser og vurderinger som førte frem til beslutningene om tilbakekjøp av aksjer, samt de vurderinger som ble gjort med hensyn til reglene om likebehandling. Oslo Børs har også innhentet redegjørelser og dokumentasjon fra tilretteleggerne i tilbakekjøpene. Av de mottatte redegjørelser og dokumentasjon fra Selskapet forstår Oslo Børs at de faktiske omstendigheter var som følger:

3.1 Tilbakekjøpet i september 2022

Selskapet ble 26. september 2022 kontaktet av [REDACTED] som formidlet at det var en post på 11 125 057 aksjer i Selskapet til salgs, med spørsmål om Selskapet kunne være interessert i å kjøpe tilbake egne aksjer. Selger var [REDACTED] («[REDACTED]»). Styret vurderte tilbudet per e-post samme dag. Forslaget som ble lagt frem for styret var å kjøpe tilbake opp til åtte millioner aksjer til ca. NOK 0,90-1,00 per aksje. I vurderingen ble Selskapets kontantbeholdning og «burn rate» vektlagt, samt at et tilbakekjøp ville ha en innvannende effekt for aksjonærene. Styret besluttet å gjennomføre tilbakekjøp av 5 263 157 aksjer (ca. 2,20 % av utestående aksjer) til kurs NOK 0,95 per aksje, forutsatt at hele [REDACTED] salgspost ble solgt. Salget ble gjennomført 27. september, og børs melding om forholdet ble publisert samme dato i Meldingen om tilbakekjøp september 2022. Det var en økning i volum i handelen i Selskapets aksjer over børs denne handelsdagen sammenlignet med dagen før, herunder fra 434 872 til 883 089 aksjer. Aksjekursen økte med ca. 7 % på det meste, og avsluttet med ca. 2,11 % opp, sammenlignet med sluttkursen 26. september.

Med hensyn til likebehandling fremgår det av mottatt styreprotokoll datert 26. september 2022 at kjøpet ville være sterkt innvannende for Selskapets aksjonærer når man sammenlignet pris med beregnet NAV, og at en slik transaksjon derfor ville være i både Selskapets og aksjonærfellesskapets beste interesse. Videre fremkommer det av styreprotokollen at i perioden mellom 20. september 2022 og 26. september 2022 ble Selskapets aksjer handlet i gjennomsnitt på NOK 1,03 og aldri under NOK 1. Oslo Børs

⁴ <https://www.euronext.com/nb/media/6602/download>

observerer imidlertid at WVAP (basert på ordrebokandel på Oslo Børs) for handler i markedet 26. september var ca. NOK 0,97.

Styret anså at tilbakekjøpet ikke ville være problematisk fra et likebehandlingsståsted. I senere redegjørelser anerkjenner imidlertid Selskapet at et annonsert tilbud normalt vil gi en noe bedre forutsetning for likebehandling, og at Selskapet i normaltillfeller ved større tilbakekjøp, vil benytte forhåndsannonsering slik det ble gjort ved tilbakekjøpet i mars.

Det er per dags dato ikke registrert kapitalnedsettelse i Foretaksregisteret ved sletting av aksjene som ble tilbakekjøpt.

3.2 Tilbakekjøpet i mars 2023

Selskapet har opplyst at det var kjent med at aksjonæren [REDACTED] («[REDACTED]») var interessert i å selge hele sin beholdning av aksjer, og Selskapets styre vurderte det som attraktivt å kjøpe tilbake aksjer på periodens prising. Muligheten til å kjøpe aksjeposten ble presentert av daglig leder for styret per e-post 6. mars 2023, herunder 9 012 307 aksjer til pris NOK 1,15 per aksje. Tilbakekjøpet kunne ikke gjennomføres før styrets fullmakt til tilbakekjøp var registrert i Foretaksregisteret, som skjedde 8. mars. Samme dag kl. 16:30 ble tilbudet om tilbakekjøp lansert i Meldingen om tilbakekjøp mars 2023. Det var en økning i volum i handelen i Selskapets aksjer over børs 9. mars sammenlignet med dagen før, herunder fra 24 129 til 99 925 aksjer. Aksjekursen økte med ca. 2,6 % på det meste, og avsluttet med ca. 0,18 % opp, sammenlignet med sluttkursen 8. mars.

Av Meldingen om tilbakekjøp mars 2023 fremkom det at tilbudet var på inntil 10 000 000 aksjer (ca. 4,17 % av utestående aksjer) til pris NOK 1,15 per aksje. WVAP (basert på ordrebokandel på Oslo Børs) for handler i Selskapets aksjer var ca. NOK 1,15 på slik dato. Dagen før var WVAP ca. NOK 1,17, mens den i perioden 1. mars til 8. mars var ca. NOK 1,16. Akseptfrist var satt til kl. 18:30 samme dag, med forbehold om at Selskapet kunne avslutte akseptperioden tidligere. Selskapet har opplyst at akseptfristen ble satt basert på diskusjoner med tilrettelegger Pareto Securities AS («**Pareto**»), herunder om hvor lang tid det ville være naturlig å holde tilbudet åpent for at alle aksjonærer skulle ha mulighet til å foreta en vurdering og melde inn salgsinteresse.

Selskapet kontaktet Pareto 6. mars kl. 13:21. Dette var en innledende samtale om et mulig tilbakekjøp. Selskapet kontaktet igjen Pareto 7. mars kl. 10:45. Det var en rekke telefonsamtaler mellom partene denne dagen og dagen etter. Av dokumentasjon fra Pareto fremkommer det at Selskapet hadde vært i kontakt med [REDACTED] før tilrettelegger ble kontaktet, og at man visste at [REDACTED] ville selge og til hvilken pris. Til spørsmål om eventuelle andre interessenter, opplyste Selskapet at det også var greit og at man da ville nedskalere eller oppskalere volum, og at høyeste pris kunne klarere volumet.

Selskapet foreslo først en akseptperiode på en halvtime, og opplyste at det da egentlig kun ville være én telefonsamtale. Senere samme dag foreslo Selskapet en akseptfrist på én time. Pareto foreslo en akseptfrist på noen dager sånn at aksjonærene ville få muligheten til å delta, herunder slik at det ville bli ryddig overfor aksjonærene og slik at aksjonærene ville få tid til å se tilbudet og å fordøye det. Til dette mente Selskapet at to timer, herunder akseptfrist kl. 18:30, kunne være nok. Etter compliance-sjekk hos tilrettelegger, ble akseptfristen satt til kl. 18:30. Dette ble begrunnet med at prisen var nær markedskurs.

Med hensyn til pris ble det vurdert om man i børsmelding skulle oppgi fastsatt pris eller om interessenter skulle melde ønsket pris. Selskapet var først ikke interessert i å legge ut en fastsatt pris, fordi man da ville utelukke at interessenter kunne tilby å selge til en

lavere pris. Det ble diskutert ulike gjennomføringsmåter. Av prosesshensyn og hensynet til tilbakekjøpets størrelse landet man til slutt på å lansere tilbakekjøpet med fastsatt pris og et tak på antall aksjer, hvor man etter akseptfristen ville gjøre en avkortning innenfor slikt tak. Dette skal også ha blitt klarert med Selskapets advokat. Den fastsatte prisen ble NOK 1,15. Dette var prisen Selskapet var enige med █████ om, men det var også nær markedskurs.

Det var også korrespondanse om kurtasje, og i den forbindelse uttrykte Selskapet at Paretos forslag var for høyt ettersom Selskapet og █████ hadde en «done deal».

Det var to aksjonærer som meldte interesse i tilbakekjøpet, herunder █████ og █████ («█████»). █████ meldte interesse om å selge 9 012 307 aksjer, og ringte dette inn til Pareto kl. 16:30:56, altså 56 sekunder etter at tilbudet ble lansert. █████ kontaktet Pareto kl. 17:56 om at man muligens var interessert i å selge aksjer. █████ meldte så interesse om å selge 6 750 000 aksjer, og ringte dette inn til Pareto kl. 18:25:38 med korleksjon kl. 18:30:15. Den proratariske allokeringen av aksjer ble 5 717 632 aksjer fra █████ og 4 282 368 fra █████. Styret besluttet tilbakekjøpet 8. mars etter utløp av akseptfristen, basert på slik allokering.

Med hensyn til likebehandling vurderte Selskapet at dette ville være ivaretatt ettersom tilbudet om tilbakekjøp ble annonsert i børs melding slik at alle aksjonærer ville ha lik adgang til å delta, samt at allokering skjedde proratarisk. Videre har Selskapet vist til at Q4-rapporten 2022 opplyste om en «net asset value» per aksje på NOK 2, slik at tilbakekjøpet som var på en lavere kurs ville ha en betydelig innvannende effekt. I den forbindelse viser også Selskapet til at man hadde kommunisert til markedet i finansielle rapporter en strategi om bruk av midler til tilbakekjøp eller utbytte. Videre har Selskapet vist til at et mer langvarig tilbakekjøpsprogram under safe harbour-regimet ville være et ugunstig alternativ som ikke ville oppnå formålet, gitt det lave handelsvolumet i Selskapets aksjer.

Det er per dags dato ikke registrert kapitalnedsettelse i Foretaksregisteret ved sletting av aksjene som ble tilbakekjøpt.

4. Oslo Børs' kommentarer

4.1 Generelt

Oslo Børs har valgt å overprøve Selskapets vurdering av likebehandling, og ønsker i den forbindelse å knytte noen kommentarer til Selskapets håndtering av tilbakekjøpene i lys av likebehandlingsregelen i Regelbok II punkt 2.1.

Likebehandlingsregelens første ledd oppstiller en plikt for utstedere til å likebehandle aksjonærer, men åpner for at forskjellsbehandling kan aksepteres dersom denne er «saklig begrunnet ut fra utstederens og innehavernes felles interesse». Regelens annet ledd oppstiller så et forbud mot at utsteder i forbindelse med omsetning av finansielle instrumenter treffer tiltak som er egnet til å gi eksisterende eiere eller tredjepersoner en «urimelig fordel på bekostning av andre innehavere».

Børssirkulære nr. 2-2014 gir veiledning med hensyn til innholdet og rekkevidden av regelen. Der fremkommer det at likebehandlingsregelens første og annet ledd skal leses i sammenheng slik at vurderingen i praksis blir; 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.

Det vil likevel ikke være tilstrekkelig at tiltaket er motivert ut fra et relevant formål. Det må også foreligge en viss forholdsmessighet mellom fordelene tiltaket vil innebære for utsteder og innehaverne av de finansielle instrumentene samlet sett på den ene siden, og den ulempen tiltaket vil kunne innebære for den enkelte innehaver på den annen side, jf. «urimelig». I denne sammenhengen vil det blant annet være relevant å vurdere hvilke handlingsalternativer utsteder står overfor. Beslutningen vil neppe være saklig dersom det kan oppnås tilnærmet samme gevinst for selskapet med alternative tiltak som innebærer et mindre inngrep i innehavernes rettigheter.

4.2 Tilbakekjøpet i september 2022

Som nevnt under punkt 4.1, må det vurderes om det er truffet tiltak som er egnet til å forskjellsbehandle aksjonærene eller til å gi en fordel for en aksjonær eller andre på Selskapets eller øvrige aksjonærs bekostning. Hvis så er tilfellet blir spørsmålet om forskjellsbehandlingen har et saklig og forsvarlig grunnlag i utsteders og innehavernes felles interesser.

Tilbakekjøpet i september 2022 ble ikke annonsert som et tilbud rettet mot alle Selskapets aksjonærer. Tilbakekjøpet ble først offentliggjort i børsmelding da det var gjennomført den 27. september 2022. Selger var som nevnt [REDACTED], og antall aksjer var 5 263 157. Selskapet har anført at det ikke var Selskapet som initierte transaksjonen. Transaksjonen ble initiert som følge av salgsinteresse fra [REDACTED]. Dette kan være et signal om en viss salgsinteresse i markedet. Etter Oslo Børs' vurdering er realiteten uansett, uavhengig av hvem som initierte transaksjonen, at det kun var én aksjonær som fikk muligheten til å selge sine aksjer til Selskapet i dette tilbakekjøpet.

I en to-ukersperiode før tilbakekjøpet ble gjennomført, herunder fra 12. september til 26. september 2022, ble det handlet ca. 8,5 millioner aksjer i Selskapet. I slik periode annonserte også Selskapet at det var blitt inngått en avtale som de selv beskrev som en milepæl. Tilbakekjøpsposten tilsvarer ca. 62 % av det omsatte volumet i nevnte periode. [REDACTED] fikk dermed på én dag solgt et volum tilsvarende 62 % av omsatt volum i markedet i to-ukersperioden før tilbakekjøpet. Denne muligheten fikk ikke de øvrige aksjonærene, og basert på erfaring kan det antas at det ville ha tatt betydelig lenger tid enn én dag å få solgt slikt volum i markedet.

Selskapet har anført at tilbakekjøpet ble gjort til en lavere kurs enn det aksjen ble handlet for over børs, slik at de aksjonærene som ønsket å selge seg ned kunne gjøre dette i markedet til en høyere pris enn den som ble benyttet i tilbakekjøpet. I perioden 12. september til 26. september 2022 var VWAP NOK 1,06. De tre handelsdagene før gjennomføring var VWAP henholdsvis NOK 1,08, NOK 1 og NOK 0,97. På gjennomføringsdagen 27. september var VWAP NOK 1,02, mens tilbakekjøpet ble gjort til NOK 0,95. Det var altså en noe høyere pris i markedet. Basert på erfaring og likviditeten i aksjen kan det imidlertid antas at salg av slikt volum som tilbakekjøpsposten gjaldt, i markedet ville ha medført en lavere gjennomsnittspris for det totale volumet. Det vises i den forbindelse til Vedtak og Uttalelser 2018 punkt 3.1.1 s. 69 (Multiconsult ASA). Oslo Børs uttrykte der at i en situasjon hvor likviditeten i aksjen er sterkt begrenset vil det at en aksjonær gis mulighet til å realisere en betydelig aksjepost gjennom en enkelttransaksjon alene innebære at aksjonæren oppnår en fordel som ikke gis til øvrige aksjonærer.

I foreliggende sak må likviditeten i aksjen anses å være begrenset. I lys av volumet som ble solgt i markedet i samme periode og volumet som ble solgt i tilbakekjøpet, og at tilbakekjøpet ikke ble offentliggjort og presentert som et tilbud for samtlige aksjonærer, vurderer Oslo Børs at tilbakekjøpet var egnet til å gi [REDACTED] en fordel på bekostning av de øvrige aksjonærene.

Selskapet har vurdert at tilbakekjøpet var i Selskapets og aksjonærfelleskapets beste fordi det ville ha en innvannende effekt. Selskapet har i den forbindelse sammenlignet prisen med beregnet «net asset value». Oslo Børs vurderer imidlertid at det i et likebehandlingsperspektiv ved tilbakekjøpet er mer relevant å se på markedskurs for aksjene, som beskrevet ovenfor.

Både tilbakekjøp og utbytte er vanlige metoder for å utdele kontanter til et selskaps aksjonærer, men Selskapet har i dette tilfellet ikke gjennomført eller varslet en kapitalnedsettelse ved sletting av de tilbakekjøpte aksjene. Det har dermed ikke skjedd noen utdeling til øvrige aksjonærer som følge av tilbakekjøpet. Realiteten er at Selskapet har redusert Selskapets kontantbeholdning ved å betale for aksjer i tilbakekjøpet. Selv om tilbakekjøpet har en innvannende effekt med hensyn til aksjonærenes eierprosent hvis man ser bort ifra Selskapets egne aksjer, har ikke de øvrige aksjonærene fått utdelt noe av verdien av de tilbakekjøpte aksjene.

I lys av det ovennevnte er det Oslo Børs' vurdering at den innvannende effekten ved tilbakekjøpet ikke utgjør en fordel for Selskapet eller aksjonærfelleskapet som er større enn ulempene for den enkelte aksjonær. En slik innvannende effekt ville uansett ikke ha vært påvirket av om flere aksjonærer fikk mulighet, og eventuelt benyttet seg av muligheten, til å selge aksjer fra egen beholdning til Selskapet. Etter børsens syn var det kun i selgers interesse at tilbakekjøpet ikke ble bredt markedsført, som også var et poeng i Vedtak og Uttalelser 2022 punkt 3.1.1 s. 14 (SpareBank 1 Nordmøre). Fordelen som tilbakekjøpet var egnet å gi [REDACTED] må derfor anses å være urimelig, og Oslo Børs kan ikke se at forskjellsbehandlingen har et saklig og forsvarlig grunnlag i Selskapets og aksjonærenes felles interesser. I den forbindelse vises det også til at Selskapet kunne ha oppnådd et gjennomført tilbakekjøp ved å offentliggjøre dette som et tilbud til alle aksjonærer, med en rimelig akseptfrist, ettersom [REDACTED] uansett hadde uttrykt et ønske om å selge en større aksjepost.

Oslo Børs har derfor kommet til, basert på de ovenstående vurderinger, at Selskapet har truffet tiltak som er egnet til å forskjellsbehandle aksjonærer eller til å gi en fordel for en aksjonær på Selskapets eller øvrige aksjonærers bekostning, som ikke har et saklig og forsvarlig grunnlag i Selskapets og aksjonærenes felles interesser. Dette utgjør et brudd på Regelbok II punkt 2.1.

4.3 Tilbakekjøpet i mars 2023

I motsetning til tilbakekjøpet i september 2022, ble tilbakekjøpet i mars 2023 annonsert i børsmelding som et tilbud rettet mot alle Selskapets aksjonærer. Oslo Børs vurderer dette isolert sett som positivt. Annonsering av tilbud om tilbakekjøp i børsmelding er imidlertid ikke tilstrekkelig for at likebehandlingsregelen kan anses ivaretatt. Omstendighetene, prosessen og gjennomføringen er av betydning i denne forbindelse.

Som under punkt 4.2, må det også her vurderes om det er truffet tiltak som er egnet til å forskjellsbehandle aksjonærene eller til å gi en fordel for en aksjonær eller andre på selskapets eller øvrige aksjonærers bekostning. Hvis så er tilfellet blir spørsmålet om forskjellsbehandlingen har et saklig og forsvarlig grunnlag i utsteders og innehavernes felles interesser.

Selskapet har vurdert at likebehandlingsregelen er ivaretatt ettersom tilbudet om tilbakekjøp ble annonsert i børsmelding slik at alle aksjonærer ville ha lik adgang til å delta. Til dette bemerker Oslo Børs at Selskapet hadde hatt kontakt med [REDACTED] om tilbakekjøp to dager før annonseringen i børsmelding, og de faktiske omstendigheter tilsier at kontakten var løpende frem til annonseringen. [REDACTED] kontaktet Pareto med sitt salgswønske kun 56 sekunder etter at tilbudet var annonsert i børsmelding, og det har formodningen mot seg at [REDACTED] ikke var informert om annonseringstidspunktet i

forkant. Videre var den annonserte tilbakekjøpsposten på 10 millioner aksjer, og kan fremstå å være satt basert på [REDAKTERT] ønske om å selge 9 012 307 aksjer. Det vises i den forbindelse til at antallet aksjer som styret diskuterte tilbakekjøp av i sin behandling per e-post, var det eksakte antallet som var tilbudt fra [REDAKTERT]. Ved utformingen av utkast til børsmelding ble dette rundet opp til 10 millioner aksjer som et maksimum, basert på innspill fra tilrettelegger og juridisk rådgiver. Selskapet selv opplyste til Pareto at det var en «done deal» med [REDAKTERT]. Det kan derfor stilles spørsmål ved om alle aksjonærene da hadde lik adgang til å delta, og i alle fall om alle aksjonærer mottok lik informasjon i forkant av børsmeldingen. Man er da i en situasjon hvor det er dialog med én aksjonær over flere dager før annonsering av tilbakekjøpstilbudet, mens øvrige aksjonærer kun får to timer på seg til å oppdage, fordøye og akseptere tilbudet. Muligheten til å delta minimeres også av at tilbudet ble annonsert rett etter børs slutt, slik at akseptfristen løp i tidsrommet 16:30-18:30 når det ikke kan forventes at markedet eller de fleste investorer er like tilgjengelig.

Av betydning er også den lave likviditeten i Selskapets aksjer. Selskapet selv viser til lavt handelsvolum i aksjen som begrunnelse for at de ikke har et mer langvarig tilbakekjøpsprogram. I perioden 21. februar til 7. mars, altså en periode på to uker før tilbakekjøpet 8. mars, ble det handlet ca. 4,6 millioner aksjer i Selskapet. Det utgjør ca. 46 % av volumet på 10 millioner aksjer som Selskapet kjøpte tilbake 8. mars. Posten som [REDAKTERT] fikk solgt i tilbakekjøpet var ca. 5,7 millioner aksjer, og fikk dermed på én dag solgt mer enn volumet som ble handlet i markedet i to-ukersperioden før tilbakekjøpet. Den totale tilbakekjøpsposten utgjør i underkant av syv ukers gjennomsnittlig omsetning hvis man ser på perioden før tilbakekjøpet, og posten [REDAKTERT] solgte utgjør i underkant av tre ukers gjennomsnittlig omsetning for samme periode. Muligheten var dermed lav for å kunne selge aksjer i markedet på slike volumer som ble gjort i tilbakekjøpet. Aksjonærene som ikke rakk å oppdage og/eller agere på tilbakekjøpstilbudet gikk dermed glipp av en mulighet til å selge større volum enn hva de kunne i markedet.

Tilbakekjøpet ble gjort til en pris nær markedskurs. Gitt den lave likviditeten i aksjen vurderer imidlertid Oslo Børs at det er tvilsomt at [REDAKTERT] kunne ha oppnådd samme pris ved salg av en post av samme størrelse over børs. Som under punkt 4.2, vises det også her til vurderingen uttrykt i Vedtak og Uttalelser 2018 punkt 3.1.1 s. 69 (Multiconsult ASA).

Oslo Børs vurderer det som positivt at Selskapet gjorde en proratarisk allokering når [REDAKTERT] også meldte interesse i tilbakekjøpet. I lys av den korte akseptfristen, at Selskapet hadde dialog og enighet med aksjonæren [REDAKTERT] i forkant av annonseringen, og den lave likviditeten i Selskapets aksjer, er det imidlertid Oslo Børs' vurdering at måten tilbakekjøpet ble gjennomført på var egnet til å gi aksjonæren [REDAKTERT] en fordel på bekostning av de øvrige aksjonærene.

Selskapet har også for dette tilbakekjøpet vurdert at det vil ha en innvannende effekt, og at det derfor var i Selskapets og aksjonærfelleskapets beste. Som ved tilbakekjøpet vurdert under punkt 4.3, har imidlertid ikke Selskapet gjennomført eller varslet en kapitalnedsettelse ved sletting av de tilbakekjøpte aksjene. Verdien av de tilbakekjøpte aksjene har dermed ikke blitt utdelt til de øvrige aksjonærer. Realiteten er også her at Selskapet har redusert Selskapets kontantbeholdning ved å betale for aksjer i tilbakekjøpet.

I lys av det ovennevnte er det Oslo Børs' vurdering at den innvannende effekten ved tilbakekjøpet ikke utgjør en fordel for Selskapet eller aksjonærfelleskapet som er større enn ulempene for den enkelte aksjonær. En slik innvannende effekt ville uansett ikke ha vært påvirket av en lengre akseptfrist i tilbakekjøpet. Fordelen som tilbakekjøpet var egnet å gi [REDAKTERT] må derfor anses å være urimelig, og Oslo Børs kan ikke se at

forskjellsbehandlingen har et saklig og forsvarlig grunnlag i Selskapets og aksjonærenes felles interesser. I den forbindelse vises det også til at Selskapet kunne ha oppnådd å gjennomføre tilbakekjøpet med en lengre akseptfrist i tilbakekjøpet. Dette må også ha vært Selskapets oppfatning i lys av de selv vurderte å ha en «done deal» med [REDACTED].

Oslo Børs har derfor kommet til, basert på de ovenstående vurderinger, at Selskapet har truffet tiltak som er egnet til å forskjellsbehandle aksjonærer eller til å gi en fordel for en aksjonær på Selskapets eller øvrige aksjonærers bekostning, som ikke har et saklig og forsvarlig grunnlag i Selskapets og aksjonærenes felles interesser. Dette utgjør et brudd på Regelbok II punkt 2.1.

4.4 Avsluttende merknader

Selskapet har anerkjent at et annonsert tilbud normalt vil gi en noe bedre forutsetning for likebehandling, og at Selskapet i normaltillfeller ved større tilbakekjøp, vil benytte forhåndsannonsering. Selskapet gjorde så dette ved tilbakekjøpet i mars 2023. Oslo Børs vurderer dette som positivt, men viser likevel til vurderingen av slikt tilbakekjøp under punkt 4.3.

Oslo Børs har under tvil besluttet å avslutte saken med dette brevet alene. Ved gjentatt overtredelse av likebehandlingsbestemmelsen vil strengere reaksjonsform måtte påregnes. Forholdet vil også kunne ha betydning for reaksjonsform ved andre brudd på børsens regler.

Vi gjør oppmerksom på at vi på våre nettsider har et digitalt kurs som gir introduksjon til løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper. Vi oppfordrer sterkt til at relevante ansatte i selskapet tar dette kurset. Kurset og presentasjon finner dere her: [Kurs og seminarer | euronext.com](#).

Oslo Børs forbeholder seg retten til å gjøre dette brevet offentlig tilgjengelig på børsens hjemmeside på samme grunnlag som andre beslutninger og uttalelser til veiledning for markedsaktørene.

3.1.4 [REDACTED] – Avlysning av reparasjonsemisjon, Euronext Growth Oslo, 13.12.2023

Saken gjaldt kansellering av reparasjonsemisjon. Kansellering ble annonsert to handelsdager etter annonsering og gjennomføring av rettet emisjon. Nedenfor er utdrag fra e-post fra Oslo Børs til den aktuelle utstederen.

Oslo Børs ønsker sterkt å oppfordre selskapet til å la det gå lenger tid før kansellering av reparasjonsemisjon ved fremtidige emisjoner. Dette for å sikre hensynet til likebehandling av eksisterende aksjonærer som ikke fikk delta i den rettede emisjonen. Dette er særlig i lys av aksjens volatilitet, slik at det er vanskelig å anslå kursutviklingen. Kursavviket, og vurderingen av om aksjen handles over eller under emisjonskurs, kan dermed bli tilfeldig ved valg av dag så kort tid etter emisjonen. Man bør derfor ha en lenger tidsperiode å vurdere opp mot. Videre er det ofte slik at investorer avventer handel i markedet etter en rettet emisjon for å se an kursutviklingen. Oslo Børs kjenner ikke til at det er markedspraksis å avgjøre om det bør gjøres reparasjonsemisjon eller ikke basert på handelsvolum første handelsdag etter en rettet emisjon.

3.2 Løpende informasjonsplikt mv.

3.2.1 Endúr ASA – Vedtak knyttet til overtredelse av løpende informasjonsplikt, 12.01.2023

Overordnet gjelder saken utsteders overtredelse av plikten til å offentliggjøre innsideinformasjon. Saken omhandler temaer som rettidig offentliggjøring av innsideinformasjon etter MAR artikkel 17 nr. 1, jf. artikkel 7, vurdering av skyld etter forvaltningsloven § 46 (1), forbudet mot dobbeltstraff i EMK tilleggsprotokoll nr. 7 art 4 (P 7-4) nr. 1, selvinkrimineringsvern etter forvaltningsloven § 48 samt ileggelse og utmåling av overtredelsesgebyr etter verdipapirhandeloven for overtredelse av MAR.

1. Innledning

Saken gjelder spørsmålet om Endúr ASA («**Selskapet**») har optrådt i strid med MAR artikkel 17, jf. artikkel 7 og Oslo Regelbok II punkt 4.2.1.1 ved å ikke rettidig offentliggjøre informasjon om brudd på finansiell covenant i Selskapets obligasjonslånneavtale datert 2. mars 2021 («**Lånneavtalen**») og om det skal ilegges overtredelsesgebyr, jf. verdipapirhandeloven («**vphl.**») § 21-1.

Finanstilsynet har tidligere fattet vedtak om å ilegge Selskapet et overtredelsesgebyr for brudd på prospektregelverket i sammenheng med det samme covenant-bruddet. Det reises derfor også et spørsmål om det utgjør dobbeltstraff dersom Oslo Børs ilegger overtredelsesgebyr.

Oslo Børs har delegert myndighet til å føre tilsyn med overholdelsen av utsteders informasjonsplikt om innsideinformasjon, herunder utsatt offentliggjøring, for utstedere på regulert marked, jf. vphl. § 19-1 (3), jf. verdipapirforskriften § 17-1, og kan ilegge overtredelsesgebyr ved overtredelse av informasjonsplikten, jf. vphl. § 21-1 (5).

Det vil innledningsvis gis en kort beskrivelse av Selskapet og det aktuelle obligasjonslånet i punkt 2. Videre vil det gis en kronologisk redegjørelse av sakens faktiske forhold i punkt 3. I punkt 4 vil rettslig grunnlag for de tre overnevnte spørsmålene bli redegjort for og i punkt 5 presenteres Selskapets vurderinger av saken. Børsens vurdering av saken følger av punkt 6. Avslutningsvis, i punkt 7, drøftes det om sanksjon bør ilegges.

2. Kort om Selskapet og det aktuelle obligasjonslånet

2.1 Selskapet

Endúr ASA endret navn fra Bergen Group ASA i 2019.⁵ Selskapet er et industrikonsern med hovedkontor i Bergen og har omtrent 400 ansatte. Selskapet er leverandør av bygge- og vedlikeholdsprosjekter og tjenester for marin infrastruktur, anlegg for landbasert akvakultur, kaier, havner, demninger, broer og andre spesialiserte betong- og stålprosjekter. Selskapet og dets datterselskaper tilbyr også et bredt spekter av andre spesialiserte prosjekt- og marinetjenester.⁶

⁵ Nytt selskapsnavn fra og med 21.02.2019 (<https://newsweb.oslobors.no/message/470099>)

⁶ Om Selskapet (<https://endur.no/about/?lang=no>)

2.2 Obligasjonslånet

Utvalgte betingelser i det aktuelle obligasjonslånet:

- ISIN: NO0010935430
- Ticker: ENDUR01
- Volum: NOK 900 000 000
- Løpetid: 3. mars 2021 til 3. mars 2025
- Rente: NIBOR 3 måneder + 6,9%
- Covenants: Det er flere covenants i Låneavtalen som ikke er relevant for saken. Den relevante covenanten er Leverage ratio:

$$\text{Leverage ratio} = \text{Net Interest Bearing Debt} / \text{EBITDA}.^7$$

- - Låneavtalen definerer øvre grenser for Leverage ratio gjennom lånets løpetid:

| Øvre grense: | Dato: |
|---------------------|--|
| 4,75 | Fra utstedelsesdato og frem til 3. mars 2022 |
| 3,75 | 3. mars 2023 |
| 3,00 | 3. mars 2024 |
| 2,50 | 3. mars 2025 |

3. Sakens faktiske forhold

3.1 Sakens omstendigheter

Ifølge børsmeldingen av 31. august 2021 kl. 16:30 («**Børsmeldingen**»)⁸ ble Selskapet oppmerksom på at de var i brudd med finansielle covenants i Låneavtalen etter at Selskapets konsoliderte regnskapsrapport for Q2 2021 og første halvår 2021 («**Kvartals- og halvårsrapporten**») og Selskapets resultatpresentasjon for samme periode («**Resultatpresentasjonen**») ble publisert kl. 07:00 samme dag.⁹

3.1.1 Nærmere om Selskapets Kvartals- og halvårsrapport og Resultatpresentasjon

Selskapet presenterte ulike tallstørrelser i Kvartals- og halvårsrapporten og Resultatpresentasjonen. Kvartals- og halvårsrapporten måtte baseres på konsolideringsreglene etter IFRS. Det medførte at Selskapet ikke kunne korrigere resultatstørrelsene for H1 2021 eller H2 2020, for inntjening fra nyanskaffede datterselskaper forut for anskaffelsestidspunktene, eller for nylige salg og konkurser i andre datterselskaper («**Proforma-justeringer**»), utover å henvise til Resultatpresentasjonen for dette. Som en konsekvens av konsolideringsreglene kunne en ikke utlede covenant-brudd av Kvartals- og halvårsrapporten isolert sett.

⁷ Net Interest Bearing Debt / EBITDA er videredefinert i Låneavtalen.

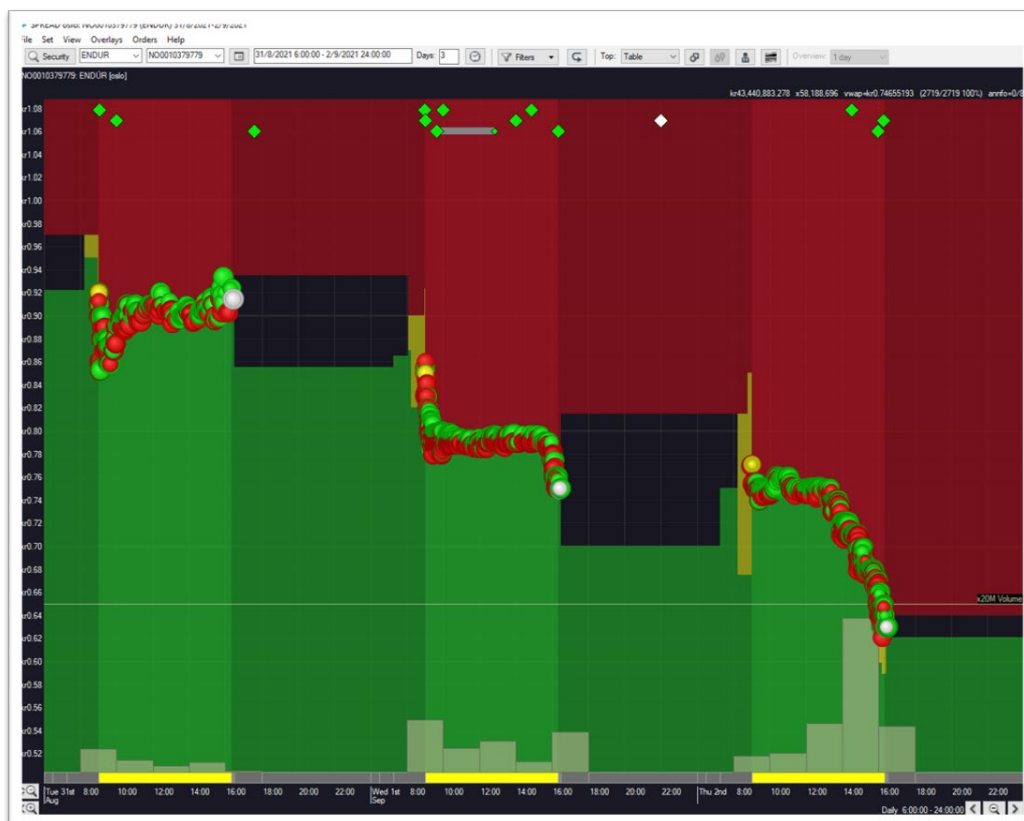
⁸ Endúr ASA – Breach of covenant under terms for senior secured bond issue (<https://newsweb.oslobors.no/message/541317>)

⁹ Endúr ASA: second quarter and first half 2021 interim financial results (<https://newsweb.oslobors.no/message/541194>)

Det sentrale for covenant-beregningen, var imidlertid ikke tallene i Kvartals- og halvårsrapporten som var i henhold til konsolideringsreglene i IFRS. I henhold til Låneavtalen skulle det gjøres nettopp proforma-justeringer når man beregnet nevneren i covenanten (adj. EBITDA siste 4 kvartal). Proforma-tallstørrelser ble presentert i Resultatpresentasjonen uten at utregningen av den aktuelle covenanten var reflektert. I ettertid har Selskapet også avdekket at det i tillegg var en feil i de historiske proforma-justerte tallene som var inntatt i Resultatpresentasjonen som skulle benyttes i beregningen av covenant.

3.2 Hendelsens kurspåvirkning

Covenant-bruddet hadde, etter børsens syn, en innvirkning på aksjekursen i Selskapet. Børsen har vurdert det som relevant å fokusere på perioden 31. august – 2. september 2021 ved vurderingen av hendelsens kurspåvirkning som redegjort for nedenfor. Bildet nedenfor viser kurs- og volumutvikling i Selskapets aksje de aktuelle dagene, slik det er fremstilt i børsens overvåkingssystem.



3.2.1 31. august 2021 – fremleggelse av Kvartals- og halvårsrapporten og Resultatpresentasjonen

Da Selskapet la frem Kvartals- og halvårsrapporten og Resultatpresentasjonen åpnet handelen i Selskapets aksjer på NOK 0,92 pr. aksje, ned fra sluttkurs dagen før på NOK 0,96 per aksje. Kursen falt deretter noe videre før utviklingen snudde, og det var en positiv utvikling resten av dagen. Sluttkurs ble satt kl. 16:25 på NOK 0,92, samme nivå som da handelen startet. Denne dagen ble det omsatt aksjer for NOK 5,4 millioner, fordelt på 406 handler av 6,1 millioner aksjer. Meldingen om covenant-bruddet ble offentliggjort kl. 16:30, etter at markedet var stengt. Følgelig må det ses hen til neste handelsdag, 1. september 2021, for covenant-bruddets påvirkning på aksjekursen i Selskapet.

3.2.2 1. september 2021 – offentlighet rundt covenant-bruddet

Selskapet offentliggjorde på morgenen 1. september en børsmelding om en vellykket etablering av garantikonsortium for en rettet emisjon som kom i stand som følge av covenant-bruddet offentliggjort dagen før. Ifølge børsmeldingen var emisjonen garantert på NOK 110 millioner med en pris pr. aksje på NOK 0,75.¹⁰ Følgelig er det vanskelig å isolere kurseffekten av bruddet på covenant denne dagen. Handelen i Selskapets aksje åpnet på NOK 0,85 per aksje og ble deretter handlet på nivåer rundt NOK 0,80 per aksje gjennom dagen. Mot slutten av dagen falt aksjekursen jevnt videre ned til en sluttkurs på NOK 0,75 per aksje, som innebar ett fall i aksjekursen på ca. 11,7 % i forhold til dagens åpningskurs og et fall på ca. 18,4 % i forhold sluttkurs dagen før. Denne dagen ble det omsatt aksjer for NOK 14,6 millioner, fordelt på 1 043 handler av 18,5 millioner aksjer. Til sammenligning steg OSEBX-en ca. 0,80 % 1. september 2021 sammenlignet med sluttkursen 31. august 2021 (som for øvrig falt 1,48 % sammenlignet med sluttkursen 30. august 2021).

3.2.3 2. september 2021 – CEO fratrer med umiddelbar virkning

Den 2. september 2021 kl. 13:28, offentliggjorde Selskapet at CEO hadde sagt opp sin stilling med umiddelbar effekt.¹¹ Dette medførte et ytterligere fall i aksjekursen. Denne dagen hadde aksjen handlet på nivåer rundt NOK 0,75 frem til CEO sin fratreden ble offentliggjort. Fra dette tidspunkt falt kursen til sluttkurs for dagen på NOK 0,63 per aksje. Denne dagen ble det omsatt aksjer i Selskapet for NOK 23,4 millioner fordelt på 1 270 handler av 33,6 millioner aksjer. Selskapets styreleder uttalte seg i media om avgangen samme dag og satte den direkte i sammenheng med covenant-bruddet.¹²

3.3 Dialog mellom Oslo Børs og Selskapet i sakens anledning

Den 4. oktober 2021 sendte Oslo Børs en henvendelse til Selskapet med en rekke spørsmål knyttet til covenant-bruddet.¹³ Svarfrist ble satt til 12. oktober 2021. Selskapet svarte ikke innen fristen, som medførte at børsen sendte en påminnelse på fristdagen. Likevel uteble Selskapets svar, og 14. oktober 2021 sendte børsen på nytt en påminnelse som også inkluderte en henvisning til Selskapets opplysningsplikt overfor børsen i henhold til Oslo Regelbok II («**Regelbok II**») pkt. 2.8, jf. vphl. § 12.2 (7).¹⁴ Selskapet besvarte børsens henvendelse 18. oktober 2021, hvor det ble redegjort for den aktuelle covenanten og forløpet som ledet til det covenant-bruddet, samt omstendighetene den dagen Selskapet ble oppmerksom på bruddet.¹⁵ Se punkt 5.1 nedenfor for detaljer om Selskapets redegjørelse.

Børsen tok igjen kontakt med Selskapet den 23. juni 2022, pr. telefon og e-post, for enkelte avklaringer rundt oversendelsen av Kvartals- og halvårsrapporten fra administrasjonen til styret i august 2021.¹⁶ Selskapet responderte innen fristen og det vises til punkt 5.1 for detaljer om Selskapets svar.¹⁷

¹⁰ Endúr ASA – Successful establishment of guarantee consortium (<https://newsweb.oslobors.no/message/541364>)

¹¹Endúr ASA – Resignation by CEO (<https://newsweb.oslobors.no/message/541481>)

¹² Avisartikkel fra DN 2. september 2021 (<https://www.dn.no/industri/endur/endur-sjef-hans-olav-storkas-gar-pa-dagen-etter-brudd-med-lanevilkar-til-syvende-og-sist-hans-ansvar-sier-styrelederen/2-1-1061537>)

¹³ E-post av 4. oktober 2021.

¹⁴ E-post av 14. oktober 2021.

¹⁵ E-post av 18. oktober 2021.

¹⁶ E-post av 23. juni 2022.

¹⁷ E-post av 27. juni 2022.

Den 28. juni 2022 kontaktet børsen på nytt Selskapet for ytterligere avklaringer.¹⁸ Forespørselen ble besvart av Selskapet innen fristen, og det vises til punkt 5.1 nedenfor for ytterligere detaljer.¹⁹

Den 19. august 2022 stilte børsen oppfølgingsspørsmål til Selskapet.²⁰ Forespørselen ble besvart innen fristen, og det vises til punkt 5.1 for flere detaljer.²¹

Den 31. august 2022 stilte børsen avklaringssspørsmål til Selskapet.²² Forespørselen ble besvart innen fristen, og det vises til punkt 5.1 for flere detaljer.²³

3.4 Vedtak fra Finanstilsynet

Den 30. august 2021 godkjente Finanstilsynet Selskapets EØS-prospekt knyttet til notering av vederlagsaksjer utstedt i forbindelse med oppkjøp av Artec Aqua AS og Marcon-gruppen i Sverige AB, og notering av et obligasjonslån. Prospektet ble gjort tilgjengelig samme dato på Selskapets nettsider og deres forretningsadresse, samt på NewsWeb kl. 17:26 samme dag.

Den 7. januar 2022 vedtok Finanstilsynet å ilegge Selskapet et overtredelsesgebyr på NOK 400 000 for brudd på prospektregelverket, jf. vphl. § 21-4.²⁴ Finanstilsynet vurderte at opplysninger om at Selskapet var i covenant-brudd ikke fremkom av prospektet, men var relevante og nødvendige opplysninger for investorer, jf. prospektforordningen artikkel 14, i tillegg til at dette også ville være omfattet av spesifikke innholdskrav som følger av kommisjonsforordningen. Dette betyr at informasjonen om covenant-bruddet skulle ha vært opplyst om i prospektet offentliggjort 30. august 2021.

4. Rettslig grunnlag

Nedenfor presenteres det rettslige grunnlaget som børsen vurderer som relevant for saken.

4.1 Innsideinformasjon

Innsideregulene følger av Markedsmisbruksforordningen (Forordning (EU) nr. 596/2014, «**MAR**») og Oslo Regelbok II – Utstederregler («**Regelbok II**») punkt 4.2.1.

Hva som anses som innsideinformasjon er definert i MAR art 7, jf. Regelbok II punkt 4.2.1 som *«presise opplysninger som ikke er blitt offentliggjort, som direkte eller indirekte vedrører en eller flere utstedere eller ett eller flere finansielle instrumenter, og som er egnet til å påvirke kursen på disse finansielle instrumentene eller kursen på tilknyttede finansielle derivater merkbart dersom de blir offentliggjort.»*

Definisjonen stiller tre hovedvilkår for at opplysninger skal anses som innsideinformasjon. For det første må det dreie seg om presise opplysninger om de aktuelle finansielle instrumentene eller utstederen av disse. Videre må opplysningene være egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene eller kursen på

¹⁸ E-post av 28. juni 2022.

¹⁹ E-post av 30. juni 2022.

²⁰ E-post av 19. august 2022.

²¹ E-post av 23. august 2022.

²² E-post av 31. august 2022.

²³ E-post av 2. september 2022.

²⁴ Vedtak om overtredelsesgebyr fra Finanstilsynet

(<https://www.finanstilsynet.no/contentassets/ccf63901a8f5403f8f96b634cff00983/vedtak-om-overtredelsesgebyr.pdf>)

tilknyttede finansielle derivater merkbart. Til slutt må det dreie seg om opplysninger som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet.

MAR artikkel 7 nr. 2 angir at «*opplysninger anses som presise dersom de indikerer at en eller flere omstendigheter foreligger, eller at det er rimelig å forvente at de kan komme til å foreligge, eller en hendelse som har inntruffet, eller som det er rimelig å forvente at kan komme til å inntreffe, dersom disse opplysningene er tilstrekkelig spesifikke til at det kan trekkes en slutning om den mulige påvirkningen disse omstendighetene eller denne hendelsen kan ha på kursene på de finansielle instrumentene (...)».*

Dersom bestemmelsens vilkår er oppfylt skal utsteder så snart som mulig offentliggjøre innsideinformasjonen, jf. MAR artikkel 17 nr. 1, jf. Regelbok II 4.2.1.1. Dette innebærer at innsideinformasjon må offentliggjøres med en gang utsteder har mottatt eller blir klar over denne, med mindre ikke vilkårene for utsatt offentliggjøring er oppfylt, se Regelbok II punkt 4.2.1.2. I «*så snart som mulig*» ligger det normalt kun den tid det tar å utforme børsmeldingen om forholdet. Det forutsettes at utstederne har rutiner og prosedyrer som gjør at de kan håndtere informasjonspliktig informasjon overfor markedet når den oppstår.

4.2 Skyldkrav

Forvaltningsloven («**fvL.**») § 46 (1) angir at skyldkravet ved illeggelse av administrativ sanksjon overfor et foretak er uaktsomhet med mindre noe annet er bestemt. Skyldkravet ble inntatt i bestemmelsen med ikrafttredelse 1. juli 2022, etter et lovforslag som følge av rettspraksis og forholdet til Den europeiske menneskerettskonvensjonen («**EMK**»).

I forkant av lovendringen ble det i brev fra Justis- og beredskapsdepartementet til Finansdepartementet av 12. mai 2021, og i brev fra Finansdepartementet til Oslo Børs av 8. juni 2021, anbefalt at det inntil videre ved illeggelse av overtredelsesgebyr overfor foretak stilles krav om at den som har opptrådt på vegne av foretaket har utvist alminnelig uaktsomhet. På bakgrunn av dette og rettspraksis legger Oslo Børs til grunn at det ved illeggelse av overtredelsesgebyr i den foreliggende saken stilles krav om at den eller de som har opptrådt på vegne av foretaket har utvist alminnelig uaktsomhet, og at skyldkravet kan oppfylles ved anonyme eller kumulative feil.

En uaktsomhetsvurdering opp mot informasjonspliktreglene vil etter Oslo Børs' syn bero på en skjønnsmessig helhetsvurdering der vurderingen vil ta utgangspunkt i handlingen til selskapet opp mot hvordan selskapet burde ha handlet. Det vil i den forbindelse ses hen til forutsetningen om at utstedere er organisert på en slik måte at de er i stand til å overholde børsens regelverk, jf. Regelbok II punkt 3.1.3.4 (2) om at utsteder må ha «*tilstrekkelig kompetanse og ressurser til å oppfylle kravene om korrekt informasjonsgivning og -håndtering*». Det vil også ses hen til forutsetningen om at utsteder har rutiner og prosedyrer som gjør at de kan håndtere informasjonspliktig informasjon overfor markedet når den oppstår, jf. børsens veiledning til punkt 4.2.1.1 om informasjonspliktens innhold når det foreligger innsideinformasjon.

4.3 Dobbelstraff

EMK tilleggsprotokoll nr. 7 artikkel 4 (P 7-4) nr. 1 oppstiller et forbud mot gjentatt forfølgning («**dobbelstraff**»). Dette betyr at ilagt overtredelsesgebyr i en sak kan sperre for illeggelse av overtredelsesgebyr i en annen sak.

Følgende kumulative vilkår må være oppfylt for at avgjørelse i én sak sperrer for ny sak:

1. Begge saker må i konvensjonens forstand innebære straffeforfølgning (straffebegrepet)
2. Begge saker må gjelde samme handling (identitetsbegrepet)
3. Begge saker må rette seg mot samme rettssubjekt (subjektiv rettskraft)
4. Vedtaket i den første saken må innebære en endelig frifinnelse eller domfellelse
5. Forfølgningen i sak 2 må innebære en gjentatt forfølgning (fortsatt forfølgning i samme sak og parallell forfølgning er tillatt)

I foreliggende sak er både nr. 1 og 3 utvilsomt oppfylt. Også nr. 4 er oppfylt da Finanstilsynets vedtak ikke ble påklaget innen klagefristen. Nr. 5 om gjentatt forfølgning vil kun være aktuelt hvis de øvrige vilkårene er oppfylt.

I punkt 6.3 nedenfor vurderer børseren om nr. 2 er oppfylt, herunder om vedtaket fra Finanstilsynet og saken som Oslo Børs vurderer gjelder «*samme handling*». Innholdet i slikt vilkår presenteres derfor nedenfor.

I nyere rettspraksis i den europeiske menneskerettsdomstolen («**EMD**») er det lagt til grunn at identitetskriteriet skal vurderes opp mot handlingen alene. Man står overfor samme handling når begge forfølgningene «arises from identical facts or facts which are substantially the same» (Zolotukhin mot Russland 10. februar 2009 avsnitt 82). Ved vurderingen skal man «focus on those facts which constitute a set of concrete factual circumstances involving the same defendant and inextricably linked together in time and space (...)» (avsnitt 84).

I Rt-2010-72 vurderte retten om det faktum som lå til grunn for en tiltale og for det forutgående vedtak om tilleggsavgift og tilleggsavgift var det samme eller vesentlig det samme. Der ble det uttalt at «Ved vurderingen vil tid og sted for handlingene være av sentral betydning». Personen («A») som drev et enkeltpersonforetak hadde blitt ilagt tilleggsavgift og tilleggsavgift for å ha gitt uriktige og ufullstendige opplysninger til ligningsforvaltningen. Den oppgitte omsetningen var uriktig. De innberettede lønnsutbetalingene for ansatte var ufullstendige, og når det ble bygget på disse ved beregning av grunnlag for arbeidsgiveravgift, ble grunnlaget for lavt. Tiltalen i straffesaken gjaldt overtredelser av regnskaps- og ligningsloven. I saken ble innleveringen i seg selv ikke vurdert som den avgjørende handling. Retten pekte på realiteten bak hvert av forholdene og foretok en sammenligning ut fra det. Dommen kommenteres nærmere under punkt 6.3.

4.4 Overtredelsesgebyr

MAR artikkel 31 fastsetter at tilsynsmyndigheten skal ta alle relevante omstendigheter i betraktning når typen sanksjon og utmåling av sanksjonen skal besluttes. Verdipapirhandeloven § 21-14 gjennomfører MAR artikkel 31 i norsk rett.

Verdipapirhandeloven § 21-14 angir følgende momenter som kan hensyntas ved avgjørelsen av om en administrativ sanksjon skal ilegges, og ved utmålingen:

- 1) overtredelsens grovhet og varighet,
- 2) graden av skyld hos overtrederen,
- 3) overtrederens finansielle styrke, særlig samlet omsetning eller årsinntekt og eiendeler,
- 4) oppnådd fortjeneste eller unngått tap,
- 5) tap påført tredjepart som følge av overtredelsen,
- 6) vilje til å samarbeide med myndighetene,
- 7) tidligere overtredelser,
- 8) forhold som nevnt i forvaltningsloven § 46 annet ledd,
- 9) andre relevante forhold.

Forvaltningsloven § 46 (2) angir følgende momenter som blant annet kan hensyntas ved vurderingen av om et foretak skal ilegges administrativ sanksjon og ved individuell utmåling av sanksjonen:

- a) sanksjonenes preventive virkning,
- b) overtredelses grovhet, og om noen som handler på vegne av foretaket, har utvist skyld,
- c) om foretaket ved retningslinjer, instruksjon, opplæring, kontroll eller andre tiltak kunne ha forebygget overtredelsen,
- d) om overtredelsen er begått for å fremme foretakets interesser,
- e) om foretaket har hatt eller kunne oppnådd noen fordel ved overtredelsen,
- f) om det foreligger gjentakelse,
- g) foretakets økonomiske evne,
- h) om andre reaksjoner som følge av lovbruddet blir ilagt foretaket eller noen som har handlet på vegne av det, bl.a. om noen enkeltperson blir ilagt administrativ sanksjon eller straff,
- i) om overenskomst med fremmed stat eller internasjonal organisasjon forutsetter bruk av administrativ foretakssanksjon eller foretaksstraff.

5. Selskapets vurderinger

5.1 Selskapets svar på børsens forespørsler

Som nevnt i punkt 3.3 ba børsen den 4. oktober 2021 Selskapet om å redegjøre for prosessen knyttet til covenant-bruddet. Selskapet responderte den 18. oktober 2021 med bl.a. følgende opplysninger. Se vedlegg 10 for Selskapets svar i sin helhet.

- Bruddet oppstod som følge av negativ utvikling i regnskapstallene i 2. kvartal 2021, hovedsakelig som følge av utvikling i et datterselskap hvor bl.a. betydelig fordring med forfall 30. juni 2021 ble betalt én dag for sent. Endúr overtok eierskapet til dette selskapet 12. mars 2021. Kombinasjonen av betydelig redusert lønnsomhet og økt pådrag i omsetning og binding i arbeidskapital førte til at leverage ratio ble høyere enn tillatt under låneavtalen.
- Få minutter etter presentasjonen av kvartalstallene den 31. august 2021 ble Selskapet kontaktet av en medarbeider i et verdipapirforetak som tidligere hadde hatt oppdrag for Selskapet som påpekte at det fremstod som om Selskapet var i brudd med covenants med bakgrunn i den nettopp avholdte presentasjonen. Selskapet var uforberedt og ble overrasket over opplysningene om covenant-bruddet.
- Deretter gjorde Selskapet en rekke nødvendige beregninger internt for å bekrefte bruddet på egenhånd. Under dette arbeidet oppdaget Selskapet at resultatpresentasjonen inneholdt en feil / uriktig tallstørrelse for proforma justert EBITDA for FY 2020. Selskapet kalte parallelt inn til et ekstraordinært styremøte samme dag kl. 14:00.
- Styremøtet kl. 14:00 ble benyttet til å analysere situasjonen i detalj og for å kontrollere underliggende regnskapsstørrelser som var relevante for covenant-beregningen.
- Ca. kl. 16:00 ble det etablert i styremøtet at Selskapet var i brudd med covenant og samtidig besluttet at det var behov for å informere markedet umiddelbart. Etter å ha utformet børsmeldingen ble informasjonen om covenant-bruddet offentliggjort kl. 16:30 samme dag.

- Selskapet beskriver hendelsen som en alvorlig feil som ikke burde eller kunne skje og at de gjør tiltak for å forsikre seg at dette ikke skjer igjen.

I tillegg ble børsen kontaktet på ettermiddagen den 31. august av Selskapets juridiske rådgiver med informasjon om situasjonen som hadde oppstått og det pågående styremøtet. Rådgiveren beskrev at det var usikkerhet knyttet til det eventuelle covenant-bruddet, men at Selskapet ville offentliggjøre børsmelding, hvis relevant, samme kveld eller neste morgen. Inntil covenant-bruddet var etablert vurderte en ikke dette som innsideinformasjon.

Børsen tok på ny kontakt med Selskapet 23. juni 2022 med enkelte spørsmål til håndteringen av Kvartals- og halvårsrapporten for 2021. Selskapet opplyste bl.a. følgende i sitt tilsvarende, som er inntatt i vedlegg 12:²⁵

- Administrasjonen arbeidet med halvårsrapporten helt frem til den ble distribuert digitalt til styret den 23. august 2022. Det kan imidlertid ikke legges til grunn at rapporten på dette tidspunktet var å anse som endelig ferdigstilt.
- Halvårsrapporten var sak i styremøtet 26. august 2021. Styret vedtok å gi fullmakt til endelig godkjenning av halvårsrapporten til styreleder, fordi halvårsrapporten ikke var endelig ferdigstilt fra administrasjonens side. Styreleder ga pr. e-post den 30. august 2021 (kl. 21:14) bekreftelse til administrasjonen på godkjenning av halvårsrapporten og tilhørende presentasjon.
- Selskapet var tydelige på at det gikk svært kort tid mellom endelig ferdigstilling av halvårsrapporten (30. august kl. 21:14), avholdelse av kvartalspresentasjonen (31. august kl. 08:00) og børsmelding om brudd på lånebetingelser (31. august kl. 16:30). Selskapet mener det var grunnlag for å kritisere deres internkontroller for økonomistyring, men ikke manglende overholdelse av informasjonsplikten, da de handlet svært effektivt når man fattet mistanke om at det kunne foreligge brudd på lånevilkårene.

Børsen hadde to ytterligere oppfølgingsspørsmål til Selskapet den 28. juni, som ble besvart 30. juni 2022. Selskapet opplyste bl.a. følgende i sitt tilsvarende, som er inntatt i vedlegg 14:

- Etter covenant-bruddet har det være utskiftninger av nøkkelpersoner i Selskapet, noe som gjør det vanskelig å beskrive detaljert hva som gjenstod av arbeid med halvårsrapporten for 2021 da den ble oversendt til styret.
- Det sentrale for beregning av covenanten var imidlertid ikke de «offisielle» rapporterte tallstørrelsene iht. halvårsrapporten. I halvårsrapporten, basert på konsolideringsreglene etter IFRS, kunne man ikke korrigere resultatstørrelsene, verken for H1 2021 eller H2 2020, for inntjening fra de nyanskaffede datterselskapene forut for de faktiske anskaffelsestidspunktene, eller for nylige salg og konkurser i konsernet. Iht. obligasjonslånepaviljonen skulle det gjøres slike justeringer når man beregnet nevneren i covenanten (adj. EBITDA siste 4 kvartal) – dette omtales videre som proforma resultatstørrelser.
- Informasjon om proforma-justert EBITDA for H1 2021, og sammenligningstall for H2 2020, fremgikk ikke av selve halvårsrapporten, men av kvartalspresentasjonen for Q2 2021. Halvårsrapporten henviste særskilt til at det var i presentasjonen

²⁵ Det bemerkes for ordens skyld at børsen i gjengivelsen av Selskapets svar ikke har benyttet de definerte begrepene «Kvartals- og halvårsrapporten» og «Resultatpresentasjonen».

man kunne finne proforma-tall. Presentasjonen var ikke vedlagt styrepapirene til styremøtet 26. august 2021, fordi den ikke ble ferdigstilt før 30. august 2021 – da styreleder gav grønt lys for publisering av halvårsrapport og kvartalspresentasjon. På dette tidspunktet var ikke administrasjonen oppmerksom på at proforma-justert EBITDA siste 4 kvartal var for lav i forhold til Selskapets netto rentebærende gjeld (telleren i den aktuelle covenanten). Covenant-bruddet var dermed et faktum, som ble offentliggjort på ettermiddagen 31. august 2021, kun ett døgn etter at administrasjonen hadde ferdigstilt presentasjonen som ga den informasjonen som var nødvendig for å regne på covenanten.

- Selskapet minnet nok en gang om at de informerte markedet umiddelbart når de ble klar over forholdet og at deres informasjonsplikt ikke er misligholdt. Selskapet beklager på det sterkeste at de var sent ute med å ferdigstille tallgrunnlagene som covenanten baserte seg på, og at de selv ikke var oppmerksomme på bruddet tidligere.

Børsen hadde to ytterligere oppfølgingsspørsmål til Selskapet den 19. august 2022, som ble besvart 23. august 2022. Selskapet opplyste blant annet følgende i sitt tilsvarende, som er inntatt i vedlegg 16:

- Det er ikke mulig å angi noe eksakt tidspunkt for når tallgrunnlaget var ferdig bearbeidet. Proforma-tallstørrelser utarbeides kun til kvartalspresentasjonen, og denne jobbet administrasjonen med frem til kvelden 30. august. Det kan antas at dette var noe av det siste man ferdigstilte gitt kompleksiteten i beregningen.
- Beregningene opp mot den aktuelle covenanten gjøres på konsernivå, altså konsoliderte og IFRS-justerte tall for alle konsernselskapene (både i brøkens teller og nevner). Nevneren skulle beregnes proforma. Det ble gjennomført betydelige omstruktureringer av konsernet H1 2021 og Q2 2021 slik at det må antas at det var en betydelig jobb å utarbeide et oppdatert oppsett over siste 12 mnd. proforma-justert EBITDA.

Børsen stilte oppfølgingsspørsmål til Selskapet den 31. august 2022, som ble besvart 2. september 2022. Selskapet opplyste blant annet følgende i sitt tilsvarende, som er inntatt i vedlegg 18:

- Absolutt endelig versjon av dokumentet ble oversendt fra kommunikasjonsrådgiveren [redacted] til Selskapets tidligere CFO kl. 20:15. [redacted] bisto med utseende og grafikk, og gjorde ingen materielle endringer. Tidligere konsernregnskapssjef sendte dokumentet kl. 16:48 til [redacted] for slik bistand. Tidligere CFO har forklart at det var veldig mye jobb med få tatt inn proforma-tallene for 2020 på ettermiddagen/kvelden 30. august 2021, og denne forklaringen stemmer godt overens med det Selskapet har funnet av tidspunkter for ulike e-poster. Selskapet angir derfor at det ikke kan legges til grunn at dokumentet, herunder all nødvendig input til å foreta covenant-beregningen, var klar på et tidligere tidspunkt enn kl. 16:48.

5.2 Selskapets kommentarer til forhåndsvarselet

5.2.1 Det forelå ikke et «Event of Default»

Selskapet viser til at Låneavtalens definisjon av «Event of Default» ikke var oppfylt før Selskapet hadde «actual knowledge» om covenant-bruddet. Selskapet var derfor ikke i brudd med Låneavtalen på en slik måte at forpliktelsen falt til betaling. Ettersom slik kunnskap var nødvendig for å etablere en misligholdssituasjon mener Selskapet at det

ikke kan sies å foreligge innsideinformasjon før Selskapet faktisk hadde etablert covenant-bruddet.

Selskapet mener at det faktiske grunnlaget for å vurdere om det kunne komme i brudd med Låneavtalen dersom de fikk kunnskap om det, var angitt i Resultatpresentasjonen for 2021. Denne var publisert kl. 07:00 den 31. august 2021, og informasjon nødvendig for covenant-beregninger var inkludert i prospektet publisert 30. august 2021 kl. 17:26. Selskapet mener derfor at all informasjon nødvendig for å vurdere om Selskapet var i en situasjon der det kunne komme i brudd med lånevilkårene var offentliggjort i markedet kl. 07:00 den 31. august 2021, og at dette er svært kort tid etter tidspunktet børsen mener det forelå innsideinformasjon (rundt kl. 16:48 den 30. august 2021). Informasjonen var dermed offentlig tilgjengelig før Selskapet selv ble oppmerksom på bruddet. Selskapet mener at den finansielle informasjonen eller subsumsjonen om brudd ikke var innsideinformasjon etter at grunnlaget for beregningen var publisert.

5.2.2 Oslo Børs' saksbehandling i strid med forbudet mot gjentatt straffeforfølgning

Selskapet mener at forholdene som ble lagt til grunn av Finanstilsynet for overtredelsesgebyr etter prospektreglene er de samme forholdene som legges til grunn av Oslo Børs, og at Oslo Børs' saksbehandling er i strid med forbudet mot gjentatt straffeforfølgning, jf. EMK tilleggsprotokoll nr. 7 art 4 (P 7-4) nr. 1. Selskapet viser til at de rettslige interessene som ulike sanksjonerte plikter skal ivareta ikke er relevant for vurderingen om dobbeltstraff, og viser til Rt. 2010 s. 72 avs. 11:

«Det som er spørsmålet i vår sak, er om det faktum som ligger til grunn for tiltalen, er det samme eller vesentlig det samme som lå til grunn for det forutgående vedtaket om tilleggsatt og tilleggsavgift. Ved vurderingen vil tid og sted for handlingene være av sentral betydning.»

Selskapet mener at de faktiske forhold som ligger til grunn for både Finanstilsynets og Oslo Børs' vurderinger er om Selskapet tidsnok ga informasjon om covenant-bruddet til offentligheten, og at det i begge saker er tale om samme type informasjon. Selskapet mener at dette skiller seg fra saker hvor informasjonsgrunnlagene har vært ulike, slik som henholdsvis manglende regnskapsføring og uriktige innmeldinger til ligningsmyndighetene. Videre mener Selskapet at «stedet» for opplysningsplikten etter prospektreglene og innsidereguleringen er likt da «stedet» for begge er offentligheten. Selskapet mener at det må legges til grunn at Selskapets unnlatelser knyttet til avdekking og offentliggjøring inngår i samme begivenhet, samme tidspunkt og består av de samme eller vesentlig samme faktiske omstendigheter, jf. også Rt. 2011 s. 172 avsnitt 18. Selskapet ber også Oslo Børs redegjøre for hvordan samordningen av behandlingen av Finanstilsynets sak er håndtert, jf. fvl. § 47.

5.2.3 Selvinkrimineringsvern

Selskapet stiller spørsmål ved om Oslo Børs har ivaretatt selvinkrimineringsvernet etter fvl. § 48, som også kan utledes av Grunnloven § 95 og EMK artikkel 6. Forvaltningsloven § 48 lyder som følger:

«I sak om administrativ sanksjon skal forvaltningsorganet gjøre parter som det er aktuelt for, oppmerksom på at det kan foreligge en rett til ikke å svare på spørsmål eller utlevere dokumenter eller gjenstander når svaret eller utleveringen vil kunne utsette vedkommende for administrativ sanksjon eller straff.»

Selskapet angir at Oslo Børs gjentakende har vist til Selskapets opplysningsplikt, jf. Oslo Regelbok Del II Utstederregler punkt 2.8, jf. vphl. § 12-2 (7) uten å gjøre Selskapet

oppmerksom på dets rett til ikke å inkriminere seg selv. Selskapet mener at Oslo Børs bruker opplysninger som Selskapet har gitt under trussel om sanksjonert opplysningsplikt. Oslo Regelbok Del II Utstederregler punkt 2.8 lyder som følger:

«Oslo Børs kan kreve at Utstederen, Utstederens ansatte og tillitsvalgte uten hinder av taushetsplikt, gir Oslo Børs de opplysninger som er nødvendige for at Oslo Børs skal kunne oppfylle sine lovbestemte plikter. Første punktum gjelder også for Managementselskaper.»

6. Børsens vurdering

6.1 Innsideinformasjon

Børsen mener at covenant-bruddet utgjorde innsideinformasjon, jf. MAR artikkel 7, jf. Regelbok II punkt 4.2.1, som nærmere redegjort for nedenfor. Børsens oppfatning er dermed at det aktuelle covenant-bruddet oppfyller de tre vilkårene beskrevet over i punkt 4.1 (Rettslig grunnlag – innsideinformasjon). Nedenfor følger børsens vurdering av hver av de tre vilkårene for innsideinformasjon i forhold til covenant-bruddet:

Børsen er ikke kjent med, og Selskapet har heller ikke opplyst, at covenant-bruddet var offentlig tilgjengelig eller kjent i markedet før offentliggjort av Selskapet 31. august 2021, jf. MAR art 7, jf. Regelbok II punkt 4.2.1, og vurderer at dette vilkåret i definisjonen er oppfylt.

Børsen mener at en fornuftig investor ville ha benyttet informasjonen om covenant-bruddet som en del av sin investeringsbeslutning. Etter børsens syn er et inntruffet brudd på covenant uten at det foreligger en løsning på situasjonen et klart negativt signal for en fornuftig investor. Bruddet var en realitet som var egnet til å påvirke kursen på Selskapets aksjer. Vilåret om kurspåvirkning var dermed oppfylt, jf. MAR artikkel 7, jf. Regelbok II punkt 4.2.1.

Regnskapsinformasjon, som Kvartals- og halvårsrapporten og Resultatpresentasjonen, vil alltid være historisk informasjon. Historisk inntruffen informasjon er, etter børsens syn, rent språklig naturlig å vurdere som presis informasjon. Beregning av covenants, samt eventuelle brudd, utledes av regnskapsinformasjon og børsen mener tilsvarende at et covenant-brudd også er presis informasjon. Børsen understreker for ordens skyld at det i saken handler om et inntruffet covenant-brudd som det tok tid for Selskapet å oppdage og deretter agere i forhold til. Saken handler ikke om risiko for et fremtidig covenant-brudd, hvor vurderingen av presis informasjon i lovens forstand kan være mer kompleks.

Den aktuelle covenanten er beregnet basert på regnskapstall for Selskapet per. 30. juni 2021 og således oppstod bruddet regnskapsmessig denne datoen. Børsen vurderer det som mer relevant å vurdere når Selskapet burde ha blitt oppmerksom på covenant-bruddet i spørsmålet om når det forelå presis informasjon, herunder om når det forelå opplysninger som indikerte at man var i covenant-brudd og når disse opplysningene var tilstrekkelig spesifikke til at det kunne trekkes en slutning om den mulige påvirkningen på kursen til Selskapets finansielle instrumenter, jf. MAR artikkel 7 nr. 2. Børsen forstår at regnskapsperioden nødvendigvis må avsluttes, og at tallene må bearbeides og konsolideres etter 30. juni 2021.

Børsen mener at det forelå presis informasjon om covenant-bruddet da de relevante tallstørrelsene forelå med så stor grad av endelighet at man kunne gjøre beregninger opp mot covenanten. Selskapet har ikke kunnet svare eksakt når slikt informasjonsgrunnlag forelå, men børsen forstår at det forelå senest kl. 16:48 den 30. august 2021 da presentasjonen ble sendt fra den tidligere konsernregnskapssjefen til kommunikasjonsrådgiver [REDACTED] for bistand med grafikk og utseende. På dette

tidspunktet var Resultatpresentasjonen som inneholdt de nødvendige proforma-tallene for å kunne beregne covenanten ferdigstilt, og den ble samme kveld godkjent av Selskapets styreleder. Administrasjonen har en viktig rolle når det gjelder å gjennomføre kontrollaktiviteter for å fange opp og videreformidle til styret viktig informasjon knyttet til selskapets finansielle stilling og resultat, herunder brudd på covenants. Selv om covenant-bruddet ikke ble regnet på og konkludert av Selskapet før på ettermiddagen 31. august 2021, med offentliggjøring samme dag kl. 16:30, så kunne Selskapet på tidspunktet da Resultatpresentasjonen var ferdigstilt ha regnet på covenantene etter prinsippene i låneavtalen som et ledd i normal økonomistyring. Det forelå da opplysninger som indikerte at man var i covenant-brudd og disse var tilstrekkelig spesifikke til at det kunne trekkes en slutning om den mulige påvirkningen på kursen til Selskapets finansielle instrumenter, selv om Selskapet manglet nødvendige prosedyrer og rutiner for god økonomistyring til å avdekke dette selv. Børsen vurderer dermed basert på det ovennevnte at det forelå presis informasjon om covenant-bruddet den 30. august 2021 senest kl. 16:48, jf. MAR artikkel 7, jf. Regelbok II punkt 4.2.1.

Med hensyn til Selskapets anførsler om at covenant-bruddet ikke utgjorde et «Event of Default» etter Låneavtalen før Selskapet hadde «actual knowledge» om covenant-bruddet og at det derfor ikke kunne sies å foreligge innsideinformasjon før Selskapet hadde kunnskap om det, har børsen gjort følgende vurderinger. Låneavtalen punkt 14.1 b) definerer hva som blant annet utgjør et «Event of Default», og lyder som følger:

"(b) Breach of other obligations.

An Obligor does not comply with any provision of the Finance Documents other than set out under paragraph (a) (Non-payment) above, unless such failure is capable of being remedied and is remedied within 20 Business Days after the earlier of the Issuer's actual knowledge thereof, or notice thereof is given to the Issuer by the Bond Trustee."

Oslo Børs er enig med Selskapet om at det etter Låneavtalen har betydning for om det forelå et «Event of Default» at Selskapet hadde «actual knowledge» om covenant-bruddet. Det forelå likevel et covenant-brudd, eller «Breach of other obligations». Hvorvidt Selskapet hadde «actual knowledge» om covenant-bruddet er etter Låneavtalen kun av betydning for utgangspunktet for fristen for å rette covenant-bruddet for å unngå at slikt brudd blir et «Event of Default». Bruddet måtte være et «Event of Default» for at utestående beløp under Låneavtalen kunne bli erklært forfalt til betaling. Oslo Børs mener likevel at covenant-bruddet isolert sett, på det tidspunktet nødvendige tallstørrelser forelå for å foreta covenant-beregningen, utgjorde presise opplysninger som vedrørte Selskapet, som ikke var offentliggjort, og som var egnet til å påvirke kursen til Selskapets aksjer. Sistnevnte begrunnes med at det er sannsynlig å tro at informasjon om covenant-bruddet er noe en fornuftig investor ville ha tatt i betraktning ved vurdering av sin eksisterende eller potensielle investering i selskapet. Covenant-bruddet ville kunne medføre at Selskapet var i en «Event of Default», med de virkninger det innebar, og et annet alternativ kunne være et reparerende tiltak i form av kapitalinnhenting med potensiell utvanning av eksisterende aksjonærs eierposisjoner. Det beste utfallet ville være at Selskapet reparerte bruddet raskt uten endring for investorene, og det verste utfallet ville være at Selskapet var i en misligholdssituasjon hvor forpliktelsene kunne bringes til forfall. Alt mellom disse ytterpunktene ville være negativt sammenlignet med situasjonen før covenant-bruddet, og det er dermed sannsynlig at en fornuftig investor ville ha vurdert forholdet som negativt. Alvoret og det negative i situasjonen belyses også av CEOs fratreden i forbindelse med covenant-bruddet, en fratreden som daværende styreleder som nevnt gjennom uttalelser i media satte i direkte kobling til covenant-bruddet. I ettertid ser man også av den faktiske kursutviklingen at kursen sank betydelig, selv om Selskapet publiserte børs melding før børsåpning 1. september 2021 om vellykket etablering av garantikonsortium for en rettet emisjon som kom i stand som

følge av covenant-bruddet. Til tross for at potensiell utvanning ved slik rettet emisjon også kan ha gitt negativ kurseffekt, er det sannsynlig at den negative kurseffekten også knyttet seg til covenant-bruddet.

Basert på det ovennevnte vurderer Oslo Børs at Låneavtalens definisjon av «Event of Default» ikke har innvirkning på hvorvidt covenant-bruddet utgjorde innsideinformasjon.

6.1.1 Offentliggjøring av innsideinformasjon

Som nevnt i punkt 4.1 skal innsideinformasjon offentliggjøres så snart som mulig. Selskapet hevder at de ikke ble klar over covenant-bruddet før 31. august 2021, og således at de offentliggjorde innsideinformasjonen så snart som mulig etter at de ble oppmerksomme på bruddet og at offentliggjøringen dermed var i tråd med lovens ordlyd.

Børsen deler ikke Selskapets syn på at offentliggjøringen av covenant-bruddet er gjort i henhold til MAR artikkel 17 (1). Børsen mener at Selskapet kunne ha blitt oppmerksom på covenant-bruddet, som utgjorde innsideinformasjon jf. MAR artikkel 7 og jf. Regelbok II punkt 4.2.1, da Resultatpresentasjonen var ferdigstilt 30. august 2021 rundt kl. 16:48, og at Selskapet burde håndtert covenant-bruddet som innsideinformasjon senest fra dette tidspunktet. Resultatpresentasjonen ble offentliggjort i børsmelding 31. august 2021 kl. 07:00. Innsideinformasjonen om covenant-bruddet ble først offentliggjort i Børsmeldingen 31. august kl. 16:30. Børsen mener dermed at innsideinformasjonen ble offentliggjort for sent i forhold til når den senest oppstod og for sent i forhold til når Selskapets administrasjon burde ha oppfattet den. Etter børsens syn har ikke Selskapet offentliggjort innsideinformasjon så snart som mulig, jf. MAR artikkel 17 (1), og det foreligger dermed et brudd på informasjonsplikten.

For å ilegge administrative sanksjoner er det ikke tilstrekkelig å konstatere at informasjonsplikten er brutt. Det kreves i tillegg at Selskapet har handlet uaktsomt. Dette vurderes under 6.2 nedenfor.

6.2 Vurdering av skyld – alminnelig uaktsomhet

Som nevnt under punkt 4.2 er det krav om at den eller de som har opptrådt på vegne av Selskapet har utvist alminnelig uaktsomhet for at børsen skal kunne ilegge Selskapet overtredelsesgebyr. Vurderingen vil som nevnt ta utgangspunkt i hvordan Selskapet har handlet sammenlignet med hvordan Selskapet burde ha handlet.

Selskapet oppdaget som kjent ikke covenant-bruddet før medarbeideren i verdipapirforetaket som tidligere hadde hatt oppdrag for Selskapet tok kontakt og påpekte bruddet. Deretter gjorde Selskapet egne beregninger for å konstatere faktisk brudd. Selskapet hadde dermed ikke tilstrekkelige rutiner eller prosedyrer til å oppdage bruddet selv, eller til å oppfylle kravene om korrekt informasjonsgivning og informasjonshåndtering.

Som et børsnotert selskap med informasjonsforpliktelser overfor markedet mener børsen at Selskapet burde hatt rutiner og prosedyrer for å identifisere eventuelle brudd med covenants på egenhånd, og før presentasjonen av proforma-tall og offentliggjøring av lovpålagte regnskapsrapporter. Det er påtagelig at Selskapet måtte bli gjort oppmerksom på bruddet av en tredjepart. Selskapet burde ha hatt rutiner som gjorde administrasjonen i stand til å gjøre de nødvendige covenant-beregningene så snart proforma-tallene forelå, og slike beregninger burde ha blitt gjort da disse tallene faktisk forelå. Selskapet burde hatt nødvendig kontroll på lånevilkårene i prosessen for regnskapsavleggelse og presentasjon av proforma-tallene. Selskapet hadde tidligere samme år akseptert Låneavtalen med nevnte covenant, og dette lånet utgjør mesteparten av Selskapets lånefinansiering, og børsen syns det er overraskende at

Selskapet ikke har hatt større fokus på disse beregningene i forbindelse med ferdigstillingen av Resultatpresentasjonen. Basert på dette er børsens syn, som nevnt i punkt 6.1, at administrasjonen burde ha oppdaget covenant-bruddet da Resultatpresentasjonen var ferdigstilt. Vi bemerker også at det å ha tilfredsstillende rutiner og prosedyrer vil kunne medføre at man oppdager denne typen forhold på et enda tidligere stadium.

I Selskapets svar av 18. oktober 2021 innrømmer også Selskapet at covenant-bruddet utvilsomt burde vært avdekket tidligere, og feilen beskrives som alvorlig. Selskapet innrømmer videre at feilen ikke burde kunne skje. Dette har imidlertid ikke betydning for børsens selvstendige vurdering eller konklusjon med hensyn til uaktsomhet, og børsen har heller ikke bedt Selskapet om å vurdere skyld.

Basert på de ovennevnte vurderinger konkluderer børsen med at den eller de som har opptrådt på vegne av Selskapet har utvist slik uaktsomhet som er nødvendig for å kunne ilegge administrative sanksjoner.

6.3 Dobbelstraff

Finanstilsynet fattet den 7. januar 2022 vedtak om å ilegge Selskapet et gebyr på NOK 400 000 for brudd på prospektregelverket i tilknytning til det aktuelle covenant-bruddet (se vedlegg 19). Oslo Børs vurderer i denne saken å ilegge Selskapet et gebyr som følge av brudd på informasjonsplikten knyttet til samme covenant-brudd. Dette aktualiserer en problemstilling knyttet til dobbelstraff, og derfor må det tas stilling til om vedtaket fra Finanstilsynet og et eventuelt vedtak fra Oslo Børs gjelder «*samme handling*», jf. EMK tilleggsprotokoll, og som presentert i punkt 4.3 over. Dette innebærer at ilagt overtredelsesgebyr i én sak kan sperre for ileggelse av overtredelsesgebyr i en annen sak, hvis enkelte vilkår er oppfylt, deriblant om saken gjelder «*samme handling*». For å avgjøre om det foreligger «*samme handling*» vil de ulike handlingene gjennomgås hver for seg i henholdsvis punkt 6.3.1 og 6.3.2 nedenfor, og til slutt vurderes handlingene mot hverandre i punkt 6.3.3.

6.3.1 Overtredelse av prospektreglene

Det vises til vedlegg 19 for nærmere detaljer om Finanstilsynets vurdering av prospektsaken. Som det fremgår av vedtaket ville opplysninger om covenant-bruddet være relevante og nødvendige opplysninger for investorer, jf. Prospektforordningen artikkel 14. At covenant-bruddet ikke ble nevnt i prospektet var dermed en unnlattelse av å gi relevante opplysninger som var nødvendige for investorer ved sin investeringsbeslutning i forbindelse med Selskapets notering av aksjer (notert 1. september 2021) og obligasjonslån (notert 3. september 2021).

6.3.2 Overtredelse av reglene for offentliggjøring av innsideinformasjon

Som redegjort for i dette forhåndsvarselet er det børsens vurdering at covenant-bruddet utgjorde innsideinformasjon, og at Selskapet har offentliggjort informasjonen for sent i forhold til MAR artikkel 17 nr. 1 som fastsetter at utsteder så snart som mulig skal offentliggjøre innsideinformasjon. Offentliggjøring av informasjon om covenant-bruddet etter MAR artikkel 17 ville gi nye investorer og eksisterende aksjonærer en mulighet til å foreta en fullstendig, korrekt og rettidig vurdering av informasjonen. Manglende offentliggjøring etter MAR var dermed en unnlattelse av å så snart som mulig offentliggjøre innsideinformasjon slik at investorer og eksisterende aksjonærer hadde et løpende, oppdatert informasjonsgrunnlag for å beslutte kjøp og salg, eller avståelse fra kjøp og salg, av Selskapets allerede noterte verdipapirer.

Børsen mener at Selskapet burde ha offentliggjort innsideinformasjonen da Resultatpresentasjonen var ferdigstilt, og at det isolert sett er grunnlag for å ilegge Selskapet gebyr med mindre det vil innebære dobbeltstraff.

6.3.3 Samme handling, herunder sammenfallende i tid og sted

Som nevnt under punkt 3.4 ble Selskapets prospekt godkjent av Finanstilsynet og offentliggjort 30. august 2021, og informasjon om covenant-bruddet skulle ha vært inntatt i prospektet senest før dette. Tidspunktet for unnlåtelsen var dermed ved offentliggjøringen 30. august 2021 kl. 17:26. Som nevnt i punkt 6.1 ble Resultatpresentasjonen med nødvendige tallstørrelser for å foreta covenant-beregningen ferdigstilt 30. august 2021 rundt kl. 16:48. Videre vurderer Oslo Børs i punkt 6.1 at covenant-bruddet utgjorde presis informasjon og at administrasjonen burde ha oppdaget covenant-bruddet på slikt tidspunkt, og deretter ha informert markedet «så snart som mulig». Tidspunktet for unnlåtelsen var dermed 30. august 2021 rundt kl. 16:48. Unnlåtelsen som medførte overtredelse av informasjonsplikten etter prospektreglene og unnlåtelsen som medførte overtredelse av informasjonsplikten etter MAR, er dermed nær hverandre i tid, men ikke sammenfallende i tid. Det er videre tilfeldig at unnlåtelsene var nær hverandre i tid, sett i lys av at pliktene etter prospektpliktreglene og innsideinformasjonsreglene inntreer uavhengig av hverandre.

Selskapet har overtrådt to forskjellige informasjonsplikter ved at det har unnlatt å opplyse om covenant-bruddet i prospekt iht. prospektforordningen, og ved at det har unnlatt å opplyse om covenant-bruddet i børsmelding iht. reglene om offentliggjøring av innsideinformasjon. Noterte utstedere skal offentliggjøre prospekter ved nærmere definerte anledninger og etter en formell godkjenningssprosess, mens innsideinformasjon offentliggjøres løpende når den oppstår, med mindre utsatt offentliggjøring er benyttet, i henhold til markedsmisbruksforordningens bestemmelser. I vid forstand er det børsens vurdering at «sted» for publisering under begge informasjonspliktene er offentligheten i seg selv og dermed sammenfallende for begge informasjonspliktene i vid forstand. For offentliggjøring av innsideinformasjon er det imidlertid tale om en bred distribusjon med fokus på rask og fullstendig informasjonstilgang, mens det for prospekter er tale om distribusjon med fokus på et fullstendig og omfattende informasjonsgrunnlag i forbindelse med et konkret tilbud eller notering. Dette må anses å være bakgrunnen for at informasjonspliktene oppfylles i ulike formater, herunder i henholdsvis børsmelding og prospekt. Dette tilsier at «sted» for unnlåtelsene konkret sett ikke er sammenfallende.

I dommen fra 2010, Rt-2010-72, som nevnt i punkt 4.3 ovenfor, var utfylling av enkeltposter i samme ligningsoppgave grunnlaget for As overtredelser i både ligningssaken og i straffesaken, men retten vurderte likevel ikke det som «samme handling». For tiltaleposten om overtredelse av å ha innberettet for lite lønn for sine ansatte, viser Høyesterett til at beløpet var det samme som det som medførte endring i grunnlaget for arbeidsgiveravgift i ligningssaken, og som dermed medførte tilleggsskatt for A. Handlingene var imidlertid ikke de samme ettersom det i ligningssaken gjaldt As eget skattesvik, mens det i tiltalen gjaldt hans medvirkning til at de ansatte kunne oppgi for lav inntekt til ligningsmyndighetene.

I foreliggende sak er unnlåtelsene ikke begått i samme format, men heller ved mangelfull informasjon i henholdsvis prospekt og børsmelding. Det er dermed større distanse mellom unnlåtelsene/handlingene enn i nevnte dom. Dersom Selskapet hadde gitt informasjon om covenant-bruddet i prospektet men ikke i børsmelding, ville det fortsatt foreligge en unnlåtelse i henhold til informasjonsplikten etter reglene om offentliggjøring av innsideinformasjon, og vice versa. Børsen mener dette støtter opp om at unnlåtelsene/handlingene ikke kan vurderes som samme handling.

Videre viser Høyesterett i den nevnte dommen til, for tiltaleposten som gjaldt overtredelse av regnskapsloven, at manglende regnskap var en viktig forutsetning for at A ble ilagt tilleggsatt og tilleggsavgift. Unnlatelsene var imidlertid forskjellige. Uttalt at «Regnskap skal føres uavhengig av skatte- og avgiftsplikt, og skjer fortløpende og på andre måter enn meldingene til ligningsmyndighetene». Overført til foreliggende sak kan det vises til at innsideinformasjon skal meldes markedet uavhengig av prospektkrav, og skal skje nærmest umiddelbart og på annen måte enn prospekt hvor opplysningene blir én av mange.

Basert på det ovenstående konkluderer børsen med at unnlatelsen om å opplyse om covenant-bruddet i prospekt i henhold til prospektforordningen og unnlatelsen om å opplyse om covenant-bruddet i børs melding i henhold til MAR anses å være to forskjellige unnlatelser/handlinger. Det er dermed ikke tale om dobbeltstraff.

Selskapet har bedt Oslo Børs redegjøre for hvordan samordningen av behandlingen av Finanstilsynets sak er håndtert, jf. fvl. § 47 om samordning ved «samme forhold». Vi finner dette ikke nødvendig ettersom vi vurderer at det er tale om to forskjellige forhold, jf. dette punkt 6.3.

6.4 Selvinkrimineringsvern

Selskapet har stilt spørsmål ved om Oslo Børs har ivaretatt selvinkrimineringsvernet etter fvl. § 48, og mener at Oslo Børs bruker opplysninger som Selskapet har gitt under trussel om sanksjonert opplysningsplikt.

Oslo Børs har ved sine henvendelser til Selskapet vist til Selskapets opplysningsplikt i Oslo Regelbok Del II Utstederregler punkt 2.8, jf. vphl. § 12-2 (7). Det fremgår av fvl. § 48 at forvaltningsorganet skal gjøre parter som det er aktuelt for oppmerksom på at det kan foreligge en rett til ikke å svare på spørsmål eller utlevere dokumenter når svaret eller utleveringen vil kunne utsette vedkommende for administrativ sanksjon eller straff. Videre følger det av bestemmelsens siste setning at orienteringsplikten ikke gjelder der parten «*må antas å være kjent med at det kan foreligge en slik rett*». Oslo Børs er kjent med at Finanstilsynet rutinemessig opplyser om taushetsretten i forvaltningssaker under deres tilsyn. Dette var også tilfellet i forvaltningssaken hvor Finanstilsynet ila Selskapet gebyr for brudd på prospektreglene. Det vises i den forbindelse til Finanstilsynets brev av 3. september 2021.²⁶ Selskapet var dermed kjent med at det kan foreligge en slik rett i forvaltningssaker. Selskapet var videre kjent med at Oslo Børs henvendte seg til dem vedrørende overholdelse av informasjonsplikten i MAR, herunder i forbindelse med sak om mulig sanksjon som ble eksplisitt nevnt i børsens andre forespørsel av 23. juni 2022. Basert på dette vurderer Oslo Børs at orienteringsplikten i fvl. § 48 første setning ikke gjør seg gjeldende.

7. Overtredelsesgebyr

Som nevnt under punkt 4.4 må det i tillegg foretas en vurdering av om overtredelsesgebyr skal ilegges etter en drøftelse av momentene i vphl. § 21-14 og fvl. § 46 (2). Momentene i de to bestemmelsene er til dels sammenfallende og i det nedenstående er momentene i forvaltningsloven kun vurdert når det ikke følger tilsvarende bestemmelser av vphl. § 21-14.

Børsen anser overtredelsen som grov, jf. vphl. § 21-14 nr. 1 om overtredelsens grovhet, fordi Selskapet manglet nødvendige kontrollrutiner og rutiner for god økonomistyring, og dette resulterte i at Selskapet ikke oppdaget covenant-bruddet på egenhånd. Dette

²⁶ Brev fra Finanstilsynet til Selskapet av 3. september 2021.

medførte videre at markedet en hel handelsdag handlet aksjen i god tro uten kunnskap om covenant-bruddet.

Videre, og som redegjort for under punkt 6.2, vurderer Oslo Børs at de som har opptrådt på vegne av Selskapet har utvist alminnelig uaktsomhet, jf. vphl. § 21-14 nr. 2 om graden av skyld hos den som er ansvarlig for overtredelsen.

I en vurdering av Selskapets finansielle styrke, jf. vphl. § 21-14 nr. 3, ønsker børsen å trekke frem at i henhold til Selskapets årsrapport for 2021 hadde Selskapet en samlet årsomsetning på NOK 2 009,1 millioner i 2021 og et samlet resultat etter skatt (for «continued operations») på NOK -67,1 millioner i 2021.²⁷ Selskapet gjorde to større oppkjøp av andre virksomheter i løpet av 2021, og ovennevnte omsetning reflekterer også disse virksomhetenes omsetningstall, som igjen medfører en betydelig høyere omsetning enn i regnskapsåret 2020 (NOK 280 millioner). Selskapets totale eiendeler var ved utløpet av 2021 verdsatt i eget regnskap til NOK 2 509 millioner, hvor postene «intangible assets and goodwill», «trade and other receivables» og «property plant and equipment» var høyest verdsatt til henholdsvis om lag NOK 1 121,505 og 426 millioner. Selskapet hadde ved utløpet av 2021 en kontantbeholdning på NOK 304 millioner. Årsregnskapet for 2021 ble avlagt uten «going concern»-forbehold fra revisor. Selskapet har videre offentliggjort en urevidert Q2- og halvårsrapport for 2022.²⁸ Selskapet bokførte på konsolidert basis NOK 638 millioner i inntekter dette kvartalet, mens den totale verdien av eiendeler per 30. juni 2022 var på NOK 2 464 millioner, hvorav kontantbeholdningen utgjorde NOK 337 millioner. Videre var det en positiv kontantstrøm fra driften på NOK 67,5 millioner, og en samlet positiv netto kontantstrøm på NOK 16 millioner. Resultat etter skatt (for «continued operations») var NOK 10,7 millioner for første halvår 2022, og NOK 18,8 millioner for Q2 2022. Rapporten er generelt positiv. Rapporten trekker bl.a. frem at kvartalet og halvåret representerer en betydelig forbedring med hensyn til inntekter, resultater og marginer, at konsernets likviditet og soliditet er styrket, og nevner en betydelig reduksjon i rentesensitivitet og risiko. Det fremgår også at H1 2022 representerer en videreføring av den positive trenden fra H2 2021, og at dette kombinert med positive markedsutsikter for de større forretningssegmentene indikerer at konsernet har kommet styrket ut av den tidligere transformasjonsperioden og at strategien for konsolidering innenfor definerte kjernemarkeder begynner å gi resultater. Oslo Børs legger derfor til grunn at Selskapet hadde og har finansiell styrke.

Når det gjelder den fortjenesten som er oppnådd eller tap som er unngått som følge av at markedet ikke var informert om covenant-bruddet før 31. august 2021 kan dette vanskelig fastslås, jf. vphl. § 21-14 nr. 4 om oppnådd fortjeneste eller unngått tap. Det fremstår imidlertid ikke som at overtredelsen er begått for å fremme Selskapets interesser, jf. fvl. § 46 (2) bokstav d.

Det vises videre til vphl. § 21-14 nr. 5 om hvorvidt tap er påført tredjeparter som følge av overtredelsen. Oslo Børs er ikke kjent med slike tap utover det verditapet de som kjøpte aksjen uten kjennskap til covenant-bruddet opplevde da bruddet ble kjent i markedet, som redegjort for under punkt 3.2 over. Antall aksjer omsatt 31. august 2021 var om lag seks millioner til VWAP NOK 0,89, og antall aksjer omsatt 1. september 2021 var om lag 18,5 millioner til VWAP NOK 0,79.

Med unntak av børsens første henvendelse hvor Selskapet fikk purring grunnet manglende svar, har Selskapet besvart børsens henvendelser og har vært samarbeidsvillig, jf. vphl. § 21-14 nr. 6 om vilje til å samarbeide med myndighetene.

²⁷ Selskapets årsrapport for 2021 (<https://newsweb.oslobors.no/message/541194>).

²⁸ Selskapets ureviderte kvartals- og halvårsrapport for 2022 (<https://newsweb.oslobors.no/message/569465>).

Oslo Børs bemerker i denne forbindelse at det har vært utskiftninger i ledelsen siden covenant-bruddet, men at den nye ledelsen likevel har besvart børsens henvendelser etter beste evne, og vært svært samarbeidsvillig.

Selskapet brøt i juni 2020 varslingsplikten ved beslutning om utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon og mottok kritikkbrev datert 27. april 2021 fra Oslo Børs i den forbindelse, jf. vphl. § 21-14 nr. 7 om tidligere overtredelser. Videre har Selskapet overtrådt prospektregelverket som beskrevet under punkt 3.4. Etter børsens kunnskap er Selskapet imidlertid ikke tidligere ilagt reaksjoner for den foreliggende overtredelsen av MAR, jf. fvl. § 46 (2) bokstav h. Se drøftelsen under punkt 6.3 hvor det konkluderes med at det ikke utgjør dobbeltstraff dersom børsen fatter vedtak om overtredelsesgebyr i denne saken.

Selskapet har opplyst overfor børsen at de har forsikret seg om at slike overtredelser av informasjonsplikten for innsideinformasjon ikke skal gjenta seg, men børsen har ingen informasjon om hvilke konkrete tiltak Selskapet har truffet for å unngå overtredelser i fremtiden, jf. vphl. § 21-14 nr. 9 om andre relevante forhold, jf. MAR artikkel 31 (g) om tiltak truffet for å hindre gjentakelse.

Børsen anser overtredelsesgebyr for å ha en preventiv virkning for Selskapet for å unngå gjentatte brudd på reglene om offentliggjøring av innsideinformasjon, jf. fvl. § 46 (2) bokstav a om sanksjonens preventive virkning. Børsen forventer at selskaper som er tatt opp til handel på børsens markedsplasser har et bevisst forhold til regelverket og har rutiner og prosedyrer som sikrer overholdelsen. I den foreliggende sak fremstår det som at Selskapet manglet rutiner og prosedyrer for å fange opp forhold som kan anses som innsideinformasjon, jf. fvl. § 46 (2) bokstav c. Dersom Selskapet hadde hatt slike rutiner kunne de ha fanget opp feilen og overholdt regelverket ved å publisere informasjonen om covenant-bruddet til markedet tidligere.

Selskapet har ikke tidligere brutt denne bestemmelsen ovenfor Oslo Børs og det vil kunne ha betydning for fastsettelsen av gebyret, jf. vphl. § 21-14 nr. 7. Oslo Børs har ikke identifisert andre relevante forhold, jf. vphl. § 21-14 nr. 9.

Reglene om selskapenes informasjonsplikt og krav til håndtering av innsideinformasjon er av vesentlig betydning for markedsaktørenes tillit til markedsplassen, som er nødvendig i et velfungerende kapitalmarked. En forutsetning for å ivareta markedets tillit er derfor at selskapene har nødvendig forståelse av hva reglene innebærer og at de etterleves fullt ut. Børsen konkluderer derfor med at overtredelsesgebyr bør ilegges Selskapet.

7.1 Utmåling av overtredelsesgebyret

Før implementeringen av MAR var børsens regler at overtredelsesgebyr ikke kunne overstige 10 ganger årlig kursnoteringsavgift beregnet ut fra den seneste fakturerte samlede kursnoteringsavgiften for det aktuelle finansielle instrumentet som overtredelsen gjaldt for. Børsen vurderer at vedtak om overtredelsesgebyr under det tidligere regimet kan være veiledende.

Siste vedtak om overtredelsesgebyr, før implementeringen av MAR, mot utsteder på Oslo Børs for brudd på offentliggjøring av innsideinformasjon er mot Navamedic ASA av 3. desember 2020. Selskapet ble ilagt gebyr på to ganger kursnoteringsavgift for brudd på plikten til å offentliggjøre innsideinformasjon. Bruddet knyttet seg til en periode på 10 handelsdager. Formildende omstendigheter var at selskapet hadde behandlet informasjonen konfidensielt i slik periode slik at skadevirkningene syntes å være begrenset, samt at børsen hadde brukt noe lang saksbehandlingstid. I saken vises det også til lignende saker med andre utstedere i 2016, 2015 og 2011. Saken fra 2016 gjaldt

Sandnes Sparebank som ble ilagt gebyr fire ganger kursnoteringsavgiften. Selskapet hadde gitt børsen rettidig underhåndenvarslig, men vurderingen av når vilkårene for utsatt offentliggjøring ikke lenger forelå var ikke korrekt. Villedelsen av markedet forelå i en periode på 16 handelsdager. I saken fra 2015 mot Scana Industrier ASA forelå bruddet i en lengre periode, herunder flere måneder, men det ble ansett formildende at det hadde gått noe tid mellom bruddet og børsens avgjørelse. Gebyret ble satt til tre ganger årlig kursnoteringsavgift. Saken fra 2011 gjaldt Bionor Pharma ASA som ble ilagt gebyr to ganger kursnoteringsavgiften. Bruddet forelå i fire handelsdager.

Reglene for utmåling av overtredelsesgebyr er endret etter implementeringen av MAR. Ved juridiske personers overtredelse av MAR artikkel 17 kan overtredelsesgebyret fastsettes til inntil NOK 22 millioner eller opptil 2 % av den samlede årsomsetningen i henhold til siste godkjente årsregnskap, jf. vphl. § 21-1 (3). Selskapets siste årsomsetning (2021) var NOK 2 009,1 millioner, og 2 % av dette er NOK 40,2 millioner.

Ved utmålingen kan det tas hensyn til de forhold som følger av vphl. § 21-14 og fvl. § 46 (2), som vurdert under punkt 7. Basert på slik vurdering anser børsen det som skjerpene moment at Selskapet ikke hadde bedre rutiner og prosedyrer for å avdekke forhold som kan utgjøre innsideinformasjon.

Fra tidspunktet innsideinformasjonen senest forelå til forholdet ble offentliggjort gikk det én handelsdag. Varigheten kan være formildende, men samtidig er det skjerpene at Selskapet ikke selv hadde god nok økonomistyring til å avdekke forholdet på egenhånd, særlig sett i lys av at låneavtalen ble inngått samme år.

Børsen anser det særlig formildende at børsens saksbehandlingstid i denne saken har vært uforholdsmessig lang. Dette har stor betydning ved fastsettelsen av gebyret i denne saken.

Basert på de nevnte momentene vurderer Oslo Børs at Selskapet skal ilegges overtredelsesgebyr i nedre sjikt. Basert på dette har Oslo Børs funnet at overtredelsesgebyrets størrelse skal utgjøre NOK 200 000, som hvis man ser hen til tidligere regler om utmåling ville ha utgjort om lag 1 ganger årlig kursnoteringsavgift.

8. Vedtak truffet av Oslo Børs

«Endú ASA ilegges overtredelsesgebyr pålydende NOK 200 000 i administrativ sanksjon for brudd på plikten til å offentliggjøre innsideinformasjon, jf. MAR artikkel 17 nr. 1, jf. Oslo Børs Regelbok II punkt 4.2.1.1, og jf. verdipapirhandelloven § 21-1 (5), jf. § 19-1 (3), jf. verdipapirforskriften § 17-1.»

3.2.2 [REDACTED] – Oversittelse frist for notifikasjon, Oslo Børs, 25.01.2023

Nedenfor følger utdrag fra e-post fra Oslo Børs til en utsteder om oversittelse av frist for notifikasjon av Oslo Børs i forbindelse med offentliggjøring av innsideinformasjon etter MAR artikkel 17 nr. 4 tredje ledd, jf. Regelbok II punkt 4.2.1.4.

Det vises til børsmelding fra [REDACTED] («Selskapet») av [REDACTED] og skriftlig melding («Notifikasjon») mottatt [REDACTED]. Denne e-posten sendes som ledd i børsens oppfølging av Selskapets overholdelse av MAR art. 17 nr. 4 tredje ledd, jf. Oslo Regelbok Del II punkt 4.2.1.4.

Det følger av at MAR art. 17 nr. 4 tredje ledd, jf. Oslo Regelbok Del II punkt 4.2.1.4 at Notifikasjon skal sendes umiddelbart etter offentliggjøring av innsideinformasjonen som har vært gjenstand for utsatt offentliggjøring. Selskapet sendte Notifikasjon 14 dager etter børsmeldingen som offentligjorde innsideinformasjon, og har

dermed oversittet notifikasjonsfristen med 14 dager. Oslo Børs vurderer oversittelsen som uheldig, og ber om at Selskapet gjennomgår sine rutiner på området for å sikre at fremtidige notifikasjoner sendes rettidig i samsvar med regelverket.

Som det fremgår av Oslo Regelbok Del II punkt 2.11.3 (4) kan Oslo Børs vedta å illegge overtredelsesgebyr i henhold til verdipapirhandelloven § 21-1 (1), jf. § 21-1 (5), ved overtredelse av notifikasjonsplikten i Oslo Regelbok Del II punkt 4.2.1.4. Oslo Børs har besluttet å ikke forfølge saken videre utover denne e-posten. Selskapet gjøres likevel oppmerksom på at saken kan ha betydning for reaksjonsform ved eventuelle gjentatte brudd på børsens regelverk.

3.2.3 [REDACTED] – Underhåndenvarsling, Oslo Børs, 27.02.2023

Nedenfor følger utdrag fra e-post fra Oslo Børs til en utsteder om oversittet frist for underhåndenvarsling i forbindelse beslutning om utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon etter MAR artikkel 17 nr. 4 og Regelbok Del II punkt 4.2.1.2. Underhåndenvarsling ble gitt først etter at utsteder hadde startet wall-crossing.

Det vises til korrespondanse per telefon [REDACTED] mellom [REDACTED] («Selskapet») og Oslo Børs Markedsovervåking vedrørende planer om rettet emisjon. Av telefonsamtalen fremkom det at Selskapet hadde wall-crosset enkelte investorer fra ca. kl. 09:30 samme dag, og at innsideliste ble opprettet i helgen. Selskapet ble per telefon gjort oppmerksom på at underhåndenvarslingen var for sen. Vi har senere blitt informert om at emisjonen ble kansellert påfølgende dag.

Oslo Regelbok Del II Utstederregler punkt 4.2.1.2 «Beslutning om utsatt offentliggjøring» lyder som følger:

(1) Utsteder kan utsette offentliggjøring av innsideinformasjon i henhold til MAR artikkel 17 nr. 4.

(2) Utsteder skal ved beslutning av utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon dokumentere særskilt informasjon om beslutningen i henhold til artikkel 4 nr. 1 i kommisjonsforordning 2016/1055.

(3) Ved beslutning om utsatt offentliggjøring skal Utstederen uoppfordret og umiddelbart gi Oslo Børs melding om forholdet, herunder om bakgrunnen for utsettelsen. Varslingsplikten gjelder ikke ved utsatt offentliggjøring av finansiell informasjon i årsrapport, halvårsrapport og kvartalsrapporter som offentliggjøres i samsvar med Utsteders finanskalender.

Vilkårene for utsatt offentliggjøring følger av MAR artikkel 17 nr. 4. Av denne følger at utsteder på eget ansvar kan utsette offentliggjøring av innsideinformasjon, forutsatt at følgende vilkår er oppfylt: a) Umiddelbar offentliggjøring er egnet til å skade de legitime interessene til utstederen, b) Utsatt offentliggjøring er ikke egnet til å villede allmennheten, og c) utstederen er i stand til å sikre at opplysningene forblir konfidensielle. Vilkårene er nærmere beskrevet i Oslo Regelbok Del II Utstederregler punkt 4.2.1.2.

Melding om utsatt offentliggjøring skal rettes til børsens avdeling for Markedsovervåking og - administrasjon. Meldingen skal gis per telefon på 22 34 19 11 (samtalene blir lagret). Der utsatt offentliggjøring oppstår utenfor børsens åpningstid vil det være tilstrekkelig at børsen orienteres før børsåpning påfølgende handelsdag. Dette gir Oslo Børs anledning til å intensivere overvåkingen av det relevante finansielle instrumentet og kunne anvende virkemidler i kursnotering som suspensjon hvis det er grunn til å tro at noen i markedet er kjent med innsideinformasjonen.

Det gjøres oppmerksom på at manglende underhåndenvarsling i forbindelse med utsatt offentliggjøring, slik som tilfellet var i denne saken, utgjør brudd på børsens regelverk. Det er svært uheldig at man startet wall-crossing før underhåndenvarsling ettersom Oslo Børs da ikke hadde mulighet til intensivt overvåking. Vi har besluttet å ikke forfølge saken utover denne e-posten, men gjør oppmerksom på at saken kan ha betydning ved eventuelle fremtidige brudd på børsens regelverk. Vi gjør også oppmerksom på at vi på våre nettsider har et digitalt kurs som gir introduksjon til løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper. Vi oppfordrer sterkt til at relevante ansatte i selskapet tar dette kurset. Kurset og presentasjon finner dere her: [Kurs og seminarer | euronext.com](#).

3.2.4 Huddlestock Fintech AS – Kommentarer til selskapets løpende informasjonsplikt og forbudet mot markedsmanipulasjon, 01.03.2023

Saken gjelder utsteders informasjonsplikt og forbudet mot markedsmanipulasjon etter børsens regelverk og Markedsmisbruksforordningen artikkel 17 nr. 1. Mer konkret inneholder saken temaer som plikten til å vurdere om det foreligger innsideinformasjon, kategorisering av børsmeldinger og valg av ordlyd i børsmeldinger. Saken inneholder sentrale uttalelser om at selskaper plikter å ha et bevisst forhold til hvilke ord og uttrykk som benyttes i børsmeldinger, hvor selskapet selv har konkludert med at informasjonen ikke utgjør innsideinformasjon. Overdreven språkbruk kan være egnet til å villedde markedet, og kan dermed være i strid med forbudet mot markedsmanipulasjon.

1. Introduksjon og oppsummering

Det vises til børsmelding fra Huddlestock Fintech AS («**Selskapet**») av 10. desember 2020 kl. 06:59 vedrørende signering av intensjonsavtale om samarbeid og utvikling av digitale investeringsmuligheter med en stor Europeisk bank («**Melding om intensjonsavtale**»), samt etterfølgende børsmelding av 19. mai 2022 kl. 08:44 vedrørende signering av endelig avtale og lansering av teknologiløsning med stor Europeisk Fintech-bank («**Melding om signering av avtale**»). Børsmeldingene omtales i det følgende samlet som «**Børsmeldingene**».

Som ledd i børsens oppfølging av løpende informasjonsplikt for selskaper tatt opp til handel, har avdeling for Markedsovervåking ved Oslo Børs sett nærmere på de aktuelle Børsmeldingene. Oslo Børs har valgt å ikke overprøve Selskapets vurdering av hvorvidt Melding om signering av avtale utgjorde innsideinformasjon. Oslo Børs ønsker likevel å knytte noen kommentarer til vurderingen av hvorvidt det foreligger innsideinformasjon og plikten til å så snart som mulig offentliggjøre innsideinformasjon som direkte vedrører utstederen jf. Euronext Growth Regelbok Del II («**Regelbok II**») punkt 3.9.1 jf. Markedsmisbruksforordningen («**MAR**») artikkel 17 nr. 1. Videre ønsker Oslo Børs å knytte noen kommentarer til kategorisering av børsmeldinger og valg av ordlyd i børsmeldinger kategorisert som ikke-informasjonspliktige meldinger.

2. Faktiske omstendigheter

2.1 Melding om intensjonsavtale

Den 10. desember 2020 kl. 06:59 publiserte Selskapet Melding om inngåelse av intensjonsavtale med en stor Europeisk bank vedrørende mulig samarbeid og utvikling av digitale investeringstjenester. Nærmere bestemt fulgte det av meldingen at partene hadde inngått en intensjonsavtale om utvikling av en programvareløsning som ville koble banken og dets kunder til BNP Paribas' handels- og formuesforvaltningsplattform, og at banken i den forbindelse hadde til hensikt å bruke Selskapets API og tilkopingsteknologi – Bedrock. Meldingen opplyste videre om at partene jobbet mot å signere endelig avtale i løpet av januar 2021. Etter dette publiserte Selskapet ingen ytterligere melding om

forhandlingsprosessen eller status rundt signering av endelig avtale, før Melding om signering av avtale.

2.2 Melding om signering av avtale

Den 19. mai 2022 kl. 08:44 publiserte Selskapet en børsmelding hvor man informerte om at Selskapet hadde signert endelig avtale med en av de største Fintech-bankene i Europa om levering av Selskapets teknologiløsninger. Det fulgte av meldingen at «*Huddlestock Fintech AS (...) has signed a final agreement to provide its solutions to one of the largest Fintech banks in Europe*», og at avtalen er en «*major commercial and technology break-through for Huddlestock (...)*». Børsmeldingen inneholdt videre et sitat fra daglig leder hvor avtaleinngåelsen ble beskrevet som følger: «*The Bank's choice of Huddlestock's Bedrock solution for the trading of financial instruments is a major endorsement of our unique SaaS Wealth Tech trading solutions*».

2.3 Forespørsel fra Oslo Børs til Selskapet

På bakgrunn av Melding om signering av avtale, sendte Oslo Børs en henvendelse til Selskapet den 20. mai 2022 hvor man etterspurte mer informasjon om sentrale hendelser i prosessen frem mot signering, samt informasjon om hvilke vurderinger Selskapet hadde gjort seg vedrørende om avtalen utgjorde innsideinformasjon.

I e-post av 30. mai 2022 svarte Selskapet at man etter inngåelse av intensjonsavtalen hadde arbeidet videre med å ferdigstille sin leveranse, uten at det var noen aktiv dialog mellom partene. Videre fikk vi opplyst at endelig utkast til avtale ble oversendt Selskapet 9. mai 2022, og at Selskapet signerte avtalen samme dag. Signert avtale fra begge parter forelå 16. mai 2022. Partene samarbeidet deretter den 18. mai med utforming av felles børsmelding, før Selskapet den 19. mai 2022 publiserte Melding om signering av avtale.

På spørsmål om hvilke vurderinger Selskapet hadde gjort seg vedrørende hvorvidt avtalen utgjorde innsideinformasjon, fikk børsen opplyst at Selskapet ikke anså signering av avtalen for å utgjøre innsideinformasjon, blant annet hensett til at man allerede hadde informert markedet om intensjonsavtalen den 10. desember 2020. Dermed var markedet blitt opplyst om den mulig forestående avtaleinngåelsen. Man valgte likevel å publisere en børsmelding den 19. mai, da man vurderte det som viktig informasjon som burde publiseres umiddelbart.

3. Rettslig grunnlag

3.1 Offentliggjøring av innsideinformasjon

I henhold til Regelbok II punkt 3.9.1 jf. MAR artikkel 17 nr. 1 skal utsteder så snart som mulig offentliggjøre innsideinformasjon som direkte vedrører utstederen. I henhold til MAR artikkel 7 nr. 1 a) utgjør innsideinformasjon:

«Presise opplysninger som ikke er blitt offentliggjort, som direkte eller indirekte vedrører en eller flere utstedere eller ett eller flere finansielle instrumenter, og som er egnet til å påvirke kursen på disse finansielle instrumentene eller kursen på tilknyttede finansielle derivater merkbart dersom de blir offentliggjort.»

Videre, følger det av MAR artikkel 7 nr. 2 at informasjonen skal anses å være presis dersom:

«de indikerer at en eller flere omstendigheter foreligger, eller at det er rimelig å forvente at de kan komme til å foreligge, eller en hendelse som har inntruffet,

eller som det er rimelig å forvente at kan komme til å inntreffe, dersom disse opplysningene er tilstrekkelig spesifikke til at det kan trekkes en slutning om den mulige påvirkningen disse omstendighetene eller denne hendelsen kan ha på kursene på de finansielle instrumentene (...).»

3.2 Markedsmanipulasjon

Det følger av MAR artikkel 15 at:

«Markedsmanipulasjon og forsøk på markedsmanipulasjon er forbudt.»

Hva som anses å utgjøre markedsmanipulasjon er definert i MAR artikkel 12 nr.1, hvor det av bokstav c) blant annet fremgår at markedsmanipulasjon omfatter:

«Utbredelse av opplysninger gjennom mediene, herunder internett, eller på enhver annen måte som gir eller er egnet til å gi falske eller villedende signaler om tilbudet, etterspørselen eller kursen på et finansielt instrument (...), eller som sikrer eller er egnet til å sikre kursen på ett eller flere finansielle instrumenter (...), herunder utbredelse av rykter, dersom vedkommende som har utbredt opplysningene, visste eller burde ha visst at opplysningene var falske eller villedende.»

4. Oslo Børs' vurdering

4.1 Offentliggjøring av innsideinformasjon

Formålet bak kravet til å offentliggjøre innsideinformasjon jf. MAR artikkel 17 nr. 1 er å gi offentligheten tilgang til informasjonen så snart denne foreligger, for å sikre lik behandling av aktørene i markedet samt for å forhindre mulig innsidehandel.

Oslo Børs har sett nærmere på Melding om signering av avtale og forstår Selskapet dithen at man ikke vurderte avtaleinngåelsen som innsideinformasjon fordi man i desember 2020 informerte markedet om inngåelse av en intensjonsavtale, samt mulig signering av en endelig avtale i fremtiden. Oslo Børs har som nevnt valgt å ikke overprøve Selskapets vurdering av hvorvidt avtaleinngåelsen i mai 2022 utgjorde innsideinformasjon, men observerer at det gikk halvannet år mellom de to Børsmeldingene, og at Melding om intensjonsavtale fra desember 2020 hadde en ordlyd som var ment å forhindre identifisering av avtalepart. Børsen stiller derfor spørsmål ved om det er rimelig å forvente at markedet ved Melding om signering av avtale ville huske informasjonen fra Melding om intensjonsavtale, og dermed klare å koble sammen informasjonen, eller om informasjonen i Melding om signering av avtale fremsto som helt ny informasjon. Ser man hen til den faktiske kurspåvirkningen på datoen for den siste børsmeldingen steg aksjen med 10,4 % på det høyeste etter publisering av børsmeldingen, sammenholdt med sluttkursen dagen før, hvilket kan indikere at informasjonen for markedet fremsto som helt ny informasjon.

Vi observerer videre at Selskapet ikke publiserte noen børsmelding vedrørende status på forhandlingene eller fremdrift i prosessen frem mot signering av endelig avtale i perioden desember 2020 og mai 2022. Dette til tross for at det i Melding om intensjonsavtale fremgikk at partene tok sikte på signering av endelig avtale i januar 2021. Det forhold at markedet ikke har blitt informert løpende om status i forhandlingene, kan ha bidratt til at informasjonen i Melding om signering av avtale fremsto som helt ny informasjon.

I lys av det overstående, ønsker Oslo Børs å knytte noen kommentarer til utsteders plikt til løpende å vurdere om det foreligger innsideinformasjon, samt plikten til å offentliggjøre innsideinformasjon «så snart som mulig» jf. MAR artikkel 17 nr. 1.

Utstedere tatt opp til handel på Oslo Børs, Euronext Expand og/eller Euronext Growth Oslo er underlagt reglene i MAR, hvilket blant annet innebærer at utstedere er underlagt informasjonsplikt om innsideinformasjon jf. MAR artikkel 17. Det er på denne bakgrunn viktig at utstedere har et bevisst forhold til reglene om innsideinformasjon, inkludert definisjonen av innsideinformasjon, samt sørger for å ha på plass rutiner og prosedyrer som sikrer at forpliktelsene følges opp og overholdes.

Når det gjelder prosesser bestående av flere trinn som har til formål å frembringe eller som resulterer i en bestemt hendelse, presiseres det i MAR artikkel 7 nr. 2 at både de fremtidige omstendighetene eller den fremtidige hendelsen, og de mellomliggende trinnene i prosessen, kan anses som presise opplysninger. I slike situasjoner er det derfor særlig viktig at utsteder har et bevisst forhold til reglene om innsideinformasjon, og løpende vurderer om man er kommet til et trinn i prosessen som medfører at informasjonen er å regne som innsideinformasjon.

Dersom utsteder finner at informasjonen utgjør innsideinformasjon, skal informasjonen offentliggjøres så snart som mulig. Dette innebærer at informasjonen må offentliggjøres med en gang utsteder er blitt klar over forholdet. I «så snart som mulig» ligger det normalt kun den tid det tar å utforme børsmelding. Plikten til offentliggjøring gjelder videre uavhengig av Oslo Børs' åpningstider. Det understrekes i denne sammenheng at det ikke er en gyldig begrunnelse for å vente med å publisere en børsmelding som inneholder innsideinformasjon, at man ønsker å utarbeide en felles børsmelding med aktuell samarbeidspartner eller kontraktspart.

Vi gjør også oppmerksom på at vi på våre nettsider har et digitalt kurs som gir introduksjon til løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper. Vi oppfordrer sterkt til at relevante ansatte i selskapet tar dette kurset. Kurset og presentasjon finner dere her: [Kurs og seminarer | euronext.com](https://euronext.com/kurs-og-seminarer).

4.2 Kategorisering av børsmeldinger

Oslo Børs ønsker videre å knytte en kommentar til Selskapets kategorisering av Melding om signering av avtale, samt enkelte andre børsmeldinger publisert av Selskapet.

Børsmelding av 10. desember 2020 om signering av intensjonsavtale ble av Selskapet kategorisert som «annen informasjonspliktig regulatorisk informasjon». Dette tilsier at Selskapet anså publisering av nyheten om inngåelse av intensjonsavtale for ikke å utgjøre innsideinformasjon, men likevel som meldepliktig informasjon til markedet. Melding av 19. mai 2022 om signering av endelig avtale ble derimot kategorisert som «ikke-informasjonspliktige pressemeldinger».

Børsen reagerer på at Selskapet anser inngåelse av en intensjonsavtale med ikke-identifisert part som meldepliktig informasjon, mens inngåelse av endelig avtale med identifisert part hele 1 ½ år senere regnes som ikke-meldepliktig informasjon. Dette særlig hensett til at Selskapet i Melding om signering av avtale omtaler avtaleinngåelsen som et stort kommersielt og teknologisk gjennombrudd.

Et annet eksempel er børsmelding av 11. oktober 2022 vedrørende signering av en samarbeidsavtale med Morningstar. Også denne meldingen er av Selskapet kategorisert som «ikke-informasjonspliktige pressemeldinger». Dette til tross for at Selskapet selv omtaler avtaleinngåelsen som en «significant partnership agreement». Børsen merker seg også at aksjekursen på datoen for børsmeldingen steg kraftig etter publisering av meldingen sammenholdt med sluttkursen foregående dag (opp 12 % på det høyeste), før aksjekursen gikk noe ned og endte opp 5,4 % sammenlignet med sluttkurs foregående dag.

Oslo Børs minner om viktigheten av korrekt kategorisering av børsmeldinger, for å sikre at markedet blir tilstrekkelig opplyst. I denne sammenheng minnes det om at Oslo Børs har utarbeidet en veiledning for meldingskategorier, som er tilgjengelig i NewsPoint under hjelp - Kategoriveiledning. Selskapet bes sette seg godt inn i veiledningen i forbindelse med publisering av fremtidige børsmeldinger.

4.3 Markedsmanipulasjon

Endelig ønsker Oslo Børs å knytte en kommentar til Selskapets måte å formulere seg på i enkelte børsmeldinger.

Oslo Børs har merket seg at Selskapet i flere børsmeldinger kategorisert som «ikke-informasjonspliktige pressemeldinger» benytter ord og uttrykk som kan være egnet til å villedde markedet. Blant annet skriver Selskapet i Melding om signering av avtale at avtalen er «a major commercial and technology break-through for Huddlestock (...)», og at bankens valg av Selskapets løsning er «a major endorsement of our unique SaaS Wealth Tech trading solutions». Samtidig er som nevnt meldingen kategorisert som ikke-informasjonspliktig informasjon.

Inngåelse av en avtale som et selskap anser som et stort kommersielt og teknologisk gjennombrudd, vil som regel kunne utgjøre innsideinformasjon. Det vil derfor kunne være egnet til å villedde markedet, dersom denne type formuleringer benyttes i børsmeldinger som selskapet selv regner som ikke-informasjonspliktig, all den tid denne typen ordlyd peker i retning av at avtaleinngåelsen er et svært viktig og positivt steg for selskapet.

Et tilsvarende eksempel er nevnte børsmelding av 11. oktober 2022 om signering av samarbeidsavtale med Morningstar. Som tidligere nevnt er også denne meldingen av Selskapet kategorisert som «ikke-informasjonspliktige pressemeldinger». Samtidig har Selskapet benyttet seg av ord som «significant partnership agreement». Denne type formuleringer kan være misvisende når det ses i sammenheng med at Selskapet ikke anser informasjonen for å utgjøre innsideinformasjon. Det vises også til at aksjekursen steg kraftig (opp 12 % på det høyeste) etter publisering av børsmeldingen.

Oslo Børs minner om viktigheten av at selskaper tatt opp til handel har et bevisst forhold til hvilke ord, uttrykk og formuleringer som benyttes i meldinger som inneholder opplysninger som selskapet vurderer at ikke utgjør innsideinformasjon. Overdreven språkbruk kan være egnet til å villedde markedet, og kan dermed være i strid med forbudet mot markedsmanipulasjon jf. MAR art. 15. Selskapet bes derfor om å ha et mer bevisst forhold til hvordan man velger å ordlegge seg i fremtidige børsmeldinger.

Oslo Børs forbeholder seg retten til å gjøre dette brevet offentlig tilgjengelig på børsens hjemmeside på samme grunnlag som andre beslutninger og uttalelser til veiledning for markedsaktørene.

3.2.5 Awilco Drilling plc. – remarks with regard to the company's ongoing information obligations, 09.03.2023

This case comments on the issuer's assessments and approach in relation to the rules on inside information. The case includes guidance on several topics; written documentation of the assessments made, awareness of the specific terms under the definition of "inside information" and "precise nature", the need to assess such terms concretely in each case instead of taking a general stand, and the need for routines and procedures to properly manage inside information when it arises.

1. Introduction and summary

Reference is made to the stock exchange announcement by Awilco Drilling plc. (the "Company") on 4 May 2022 at 09:45 (CEST) regarding the signed agreement for the sale of the WilPhoenix rig to Well-Safe Solutions Ltd. (the "Buyer") (the "Announcement"). The Oslo Børs Market Surveillance department observed a fairly substantial increase in the trading volume after the Announcement compared to the preceding period before the Announcement. At the highest, the share price was up approximately 20% on 4 May 2022, compared to the price of the last trade before the Announcement. The share price thereafter subsided during the trading day and closed up 10,5% compared to the price of the last trade before the Announcement.

The Company's shares are now admitted to trading on Euronext Growth Oslo, but were at the time of the Announcement listed on Oslo Børs and the Company was thus subject to the rules on such regulated market. As part of Oslo Børs' follow-up of the listed issuers' ongoing obligations, we have had a closer look at the Announcement and the matter described in it. Oslo Børs wish to make some remarks with regard to the Company's assessments and approach in relation to the rules on inside information.

2. Legal basis

Pursuant to Rule Book Part II section 4.2.1.1, cf. the Market Abuse Regulation ("**MAR**") Article 17, an issuer shall inform the public as soon as possible of inside information which directly concerns the issuer. Pursuant to MAR Article 7 no. 1 (a), inside information comprises the following:

"information of a precise nature, which has not been made public, relating, directly or indirectly, to one or more issuers or to one or more financial instruments, and which, if it were made public, would be likely to have a significant effect on the prices of those financial instruments or on the price of related derivative financial instruments".

Furthermore, MAR Article 7 no. 2 states, inter alia, that information shall be deemed to be of a precise nature if:

"it indicates a set of circumstances which exists or which may reasonably be expected to come into existence, or an event which has occurred or which may reasonably be expected to occur, where it is specific enough to enable a conclusion to be drawn as to the possible effect of that set of circumstances or event on the prices of the financial instruments (...)".

An issuer may, pursuant to MAR Article 17 no. 4, delay disclosure of inside information provided that certain conditions are met. In such case the issuer must inter alia, on its own initiative, promptly notify Oslo Børs of any decision of delayed disclosure of inside information, including the background for the decision to delay disclosure cf. Oslo Børs Rule Book Part II (the "Rule Book Part II") section 4.2.1.2 (3). The duty to notify Oslo Børs is due to surveillance purposes, enabling Oslo Børs to intensify the surveillance of financial instruments during periods when price-sensitive information that has not been publicly disclosed exists within the issuer.

3. Factual circumstances

3.1 The duty to promptly notify Oslo Børs

The Oslo Børs Market Surveillance department contacted the Company by telephone on the morning of 11 April 2022 due to an abnormal price development in the shares. The

development in the share price could be explained by an article in the newspaper "Finansavisen.no" on the evening of 10 April 2022. However, by the conversation with the Company, Oslo Børs learned that the Company was in a process of selling a rig, that there had been negotiations for approximately a week, and that there was an expectation of closing the following week. The conversation resulted in the Company asking Oslo Børs to make note of such information and to register the Company's shares on intensified surveillance as of the morning of 11 April 2022. However, the Company expressed that it did not consider the matter as inside information at this stage. Oslo Børs contacted the Company again on 12 April 2022 before the opening of the market to ask for a status update. The Company then informed Oslo Børs that, independently of the conversations with Oslo Børs on 11 April 2022, the Company had decided delayed disclosure of inside information and created insider lists on the evening of 11 April 2022.

3.2 Inside information

On 24 November 2022, Oslo Børs contacted the Company by email requesting the Company to provide a timeline in the process leading up to the decision of delayed disclosure on 11 April 2022 and what the Company's assessments of if and when the process and negotiations regarding the rig sale constituted inside information, cf. Rule Book Part II section 4.2.1, cf. MAR article 7. Following such request, the Company provided information and documents relating to the matter.

By the provided information, it is Oslo Børs' understanding that the Company had relevant conversations with the Buyer in mid-2021, and that an interest to buy the WilPhoenix rig was introduced by late 2021. Further conversations, including regarding purchase price, took place in February 2022 and again in March 2022. On or about 15 March 2022, the Buyer indicated to the Company that an offer to buy the rig would be prepared. From 21 March 2022 to 4 April 2022, offers and counter-offers relating to purchase price were made. The Company confirmed acceptance of the Buyer's offer of USD 15,5 millions in an email on 4 April 2022 at 17:14 (CEST) with corrections/specifications at 17:41 (CEST). The acceptance was subject to agreement on SPA/MOA by 26 April 2022 and the Board of Directors' approval within 24 hours of agreed SPA.

The Company received the first draft SPA agreement on 4 April 2022 at 21:48 (CEST). The Company has provided Oslo Børs with a list with some of the outstanding terms, such as inter alia the scope of supply (spares and inventory), time and date of delivery, parent company guarantee and the indemnity regime. The Company sent its first comments to the draft SPA to the Buyer on 11 April 2022 at 18:04 (CEST). The Company has explained that it considered the information to be inside information after sending the updated draft and comments on 11 April 2022, because there was apparent agreement on main terms including price and that the process moved to a more detailed operational level of exchange of information. The insider list was created on 11 April 2022 at 18:27 (CEST). Around mid-day on the same date, the Company obtained information from the Buyer's advisors regarding persons to be included in the insider list.

The Company has further informed Oslo Børs that the Company during the same period of time had parallel conversations ongoing with other potential buyers and other potential contracting parties.

3.3 Notification

Following the publication of the Announcement on 4 May 2022, the Company sent a notification of the matter to Oslo Børs, cf. Rule Book Part II section 4.2.1.4 cf. MAR article 17 no. 4 (3). The notification referred to 11 April 2022 at 18:25 (CEST) as the date/time on which delay of disclosure of inside information was decided.

4. Oslo Børs' remarks

The main intention behind the duty to disclose inside information, cf. MAR article 17 no. 1, is to give the public access to the information as soon as it arises in order to ensure equal treatment of the market players and to prevent possible insider trading. The main intention behind the provision in Rule Book Part II section 4.2.1.2 (3) regarding the duty to promptly notify Oslo Børs of a decision on delayed disclosure of inside information, is to enable Oslo Børs to intensify surveillance in financial instruments with undisclosed inside information where there is an increased risk of market abuse, e.g. insider trading and unlawful disclosure of inside information, until the inside information is disclosed by the issuer.

In relation to the transaction disclosed in the Announcement, we have reviewed the information and assessments provided by the Company to Oslo Børs. We observe that the Company, following negotiations, accepted the Buyer's offered purchase price on 4 April 2022. We further observe that it seems that there were no main terms outstanding in the period from 4 April 2022 (the date on which (i) the Company gave acceptance to the offered purchase price and (ii) the Company received the first SPA draft) to 11 April 2022 (the date on which (i) the Company sent its first SPA comments to the Buyer, and (ii) the Company regarded the matter as inside information because there was apparent agreement on main terms). Oslo Børs understands that a company may need time to review an SPA in order to consider whether there are main terms outstanding. The Company did however have conversations with the Buyer from mid-2021, and was also in dialogue with other interested parties / possible buyers. A sale of the rig thus seems to have been important and of priority for the Company, also taking into account that this was one of two remaining rigs owned by the Company and that the Company in November 2021 announced the decision to recycle the other rig. Furthermore, the purchase price seems to have been of particular importance in the negotiations with the Buyer, given that the negotiations progressed in frequency after the Buyer in February 2022 indicated a purchase price around USD 15 million. By the provided information it also seems as the parties were negotiating in detail on other terms in February and March 2022.

The Company has informed Oslo Børs that it has considered the matter in light of the rules on inside information on an ongoing basis. However, no written documentation has been produced. Oslo Børs questions the Company's routines with regard to written documentation of the assessments made.

The Company further informed us by telephone on 11 April 2022 that the matter at the earliest would constitute inside information when the Company would send its SPA comments with specified terms, alternatively when the SPA was signed or approved by the Board of Directors. Based on the above and the information provided by the Company, it may seem as the Company has considered that a transaction, as a general rule, does not constitute inside information before the Company has specified or confirmed its terms in a draft SPA or alternatively when the final SPA is signed and approved by the Board of Directors. If this is the case, it may seem as the Company does not have an awareness with regard to the concrete and specific terms in the definitions of "inside information" and "precise nature", and that each of such terms must be assessed concretely in each specific case. Such a concrete assessment would, for instance on 4 April 2022, focus on whether the Company's acceptance of the negotiated purchase price, in light of the long period of negotiations and the developments made, alone or together with the receipt of the first SPA draft, constituted inside information. More precisely, the assessment would be if such development 1) indicated that an event (the signing of an SPA) was reasonably expected to occur, and was specific enough to enable a conclusion to be drawn as to the possible effect of that event on the price of the Company's shares, and thus was information of precise nature, 2) had not yet been

made public, and 3) would be likely to have a significant effect on the price of the Company's shares.

Oslo Børs would further like to emphasize that the guidance in Rule Book Part II section 4.2.1.1 clearly states that issuers are required to have routines and procedures in place that enable them to properly manage inside information when it arises. Such duty applies regardless of whether or not the inside information arises during exchange trading hours. Oslo Børs expects issuers to be prepared to manage inside information immediately during the stock exchange's trading hours, and the issuer's routines and procedures must also be established in a way that enables it to manage inside information outside the stock exchange's opening hours. When deciding delayed disclosure, the issuer must prepare insider lists, secure confidentiality and promptly notify Oslo Børs of the decision of delayed disclosure.

If inside information arose on the evening of 11 April 2022, we question why the Company did not contact Oslo Børs to notify the stock exchange of the decision of delayed disclosure. It was Oslo Børs who contacted the Company on 12 April 2022 before the opening of the market to ask the Company for an update. In such conversation, the Company informed us that it had created an insider list in InsiderLog, and that the Company thought that Oslo Børs would be automatically notified. Rule Book Part II section 4.2.1.2 (3) clearly states that the issuer on its own initiative must promptly notify Oslo Børs of any decision of delayed disclosure of inside information. Furthermore, the guidance to the said provision states that notification of a decision to delay disclosure of inside information must be given to the Oslo Børs Market Surveillance department by telephone, and that if an issuer decides to delay public disclosure outside the trading hours, it is sufficient to notify Oslo Børs of the decision prior to the opening for trading on the following trading day. By the telephone conversation on 12 April 2022, it seems as the Company would not have notified Oslo Børs of the delayed disclosure prior to opening of the market if Oslo Børs had not contacted the Company.

Based on an overall assessment, Oslo Børs has decided to address the matters in this letter only. However, Oslo Børs expects the Company to have adequate routines, training for employees and a robust organizational set up so that regulatory duties related to being admitted to trading on Oslo Børs and Euronext Growth Oslo are handled at all times. It is the Company's responsibility to comply with the relevant Rule Books and MAR. This entails that it is the Company's responsibility to ensure that its management and relevant persons have sufficient expertise and resources to satisfy the rules and requirements, including with regard to understanding the rules on if and when information constitutes inside information, and the duty to promptly notify Oslo Børs. Oslo Børs strongly advise relevant persons at the Company to take Oslo Børs' online course "Introduction to Continued Obligations for listed companies" on [Courses and seminars | euronext.com](https://www.euronext.com).

Oslo Børs reserves the right to make this letter publicly available on our web page on the same basis as other decisions and statements for the purpose of guidance to the market participants.

3.2.6 Proximar Seafood AS – Merknader til løpende informasjonsplikt og offentliggjøring av innsideinformasjon, 24.03.2023

Saken tar for seg utsteders løpende informasjonsplikt i forbindelse med kapitalinnhenting og vurderinger knyttet til om et forhold utgjør innsideinformasjon.

I saken overprøvde Oslo Børs selskapets vurdering av om det forelå innsideinformasjon og konkluderte med, i motsetning til selskapet, at det forhold at man ikke ville få fulltregnet lånet på de vilkår som allerede var blitt kommunisert i markedet utgjorde

innsideinformasjon. Saken gir veiledning til vurderingen av om det foreligger innsideinformasjon og plikten til å offentliggjøre informasjonen «så snart som mulig».

1. Introduksjon og oppsummering

Det vises til børsmelding fra Proximar Seafood AS («**Selskapet**») av 5. oktober 2022 kl. 22:51 om mulig konvertibelt obligasjonslån for å muliggjøre produksjonsstart («**Melding om finansiell oppdatering**»), melding av 6. oktober 2022 kl. 08:00 vedrørende utstedelse av konvertibelt obligasjonslån («**Melding om konvertibelt obligasjonslån**»), børsmelding av 12. oktober 2022 kl. 15:59 om forlengelse av tegningsperiode for det konvertible obligasjonslånet («**Melding om forlenget tegningsperiode**») samt etterfølgende børsmelding av 17. oktober 2022 kl. 08:41 om fulltegning av det konvertible obligasjonslånet («**Melding om fulltegning av konvertibelt obligasjonslån**»). Børsmeldingene omtales i det følgende samlet som «**Børsmeldingene**». Videre vises til korrespondanse mellom Selskapet og Oslo Børs i perioden oktober – desember 2022 vedrørende Selskapets informasjonshåndtering i forbindelse med Børsmeldingene, samt vurderinger gjort knyttet til hvorvidt informasjon om endringer i det konvertible obligasjonslånet utgjorde innsideinformasjon.

Som ledd i børsens oppfølging av løpende informasjonsplikt for selskaper tatt opp til handel, har avdeling for Markedsovervåkning ved Oslo Børs sett nærmere på de aktuelle Børsmeldingene. Oslo Børs merker seg at Selskapet ikke varslet børsen underhånden i forbindelse med beslutning om igangsettelse av kapitalinnhenting, til tross for at Selskapet internt behandlet informasjonen som innsideinformasjon. Videre stiller Oslo Børs spørsmål ved om det forhold at man innså at man ikke ville klare å hente inn kapital, herunder at man ikke ville klare å oppnå fulltegning av lånet på de allerede kommuniserte vilkår innen tegningsperiodens utløp og at lånet ville måtte gjennomføres på andre vilkår, utgjorde innsideinformasjon fra 16. oktober, og om Selskapet i så fall offentliggjorde informasjonen rettidig.

I lys av overstående, ønsker Oslo Børs å knytte noen kommentarer til Selskapets vurdering av når det forelå innsideinformasjon i forbindelse med det konvertible obligasjonslånet og plikten til å så snart som mulig offentliggjøre innsideinformasjon som direkte vedrører utstederen jf. Euronext Growth Regelbok Del II («**Regelbok II**») punkt 3.9.1 jf. Markedsmisbruksforordningen («**MAR**») artikkel 17 nr. 1.

2. Faktiske omstendigheter

2.1 Melding om finansiell oppdatering

Den 5. oktober 2022 publiserte Selskapet Melding om finansiell oppdatering, hvor man informerte om at Selskapet så på muligheten for å utstede et konvertibelt obligasjonslån på inntil MNOK 250, for å muliggjøre produksjonsstart av et landbasert lakseoppdrettsanlegg i Japan i løpet av oktober 2022.

2.2 Melding om konvertibelt obligasjonslån

Den 6. oktober publiserte Selskapet Melding om konvertibelt obligasjonslån, hvor man informerte om at ABG Sundal Collier ASA og Pareto Securities AS hadde fått mandat til å bistå i forbindelse med utstedelse av det konvertible obligasjonslånet. Det fremgikk av meldingen at lånet skulle struktureres som et 3-årig konvertibelt lån med en konverteringspris på NOK 6 per aksje og med en rente på 7 %. Videre ble det opplyst om at tegningsperioden skulle løpe frem til 12. oktober 2022 og at eksisterende nøkkelasjonærer hadde forhåndsforpliktet seg til å tegne seg for mer enn MNOK 150.

2.3 Melding om forlenget tegningsperiode

Den 12. oktober kom Selskapet med Melding om forlenget tegningsperiode, hvor det fremgikk at Selskapet hadde besluttet å forlenge tegningsperioden fra 12. oktober til 17. oktober kl. 16:00. Dette på bakgrunn av at man de siste dagene hadde hatt en rekke møter med relevante investorer, og at dialog med enkelte investorer fremdeles pågikk, slik at det av strategiske hensyn var nødvendig å forlenge tegningsperioden.

2.4 Melding om fulltegning av konvertibelt obligasjonslån

Den 17. oktober 2022 publiserte Selskapet Melding om fulltegning av konvertibelt obligasjonslån, hvor man informerte om at Selskapet hadde mottatt tegninger som dekket den totale størrelsen på lånet, inklusivt en større tegning fra en stor japansk strategisk investor. I meldingen ble det videre informert om at konverteringskursen var blitt redusert fra NOK 6 til NOK 5 per aksje.

2.5 Forespørsler fra Oslo Børs til Selskapet

På bakgrunn av Børsmeldingene og utvikling i aksjekursen, sendte Oslo Børs en henvendelse til Selskapet den 19. oktober 2022 hvor man etterspurte en kronologisk redegjørelse for de hendelser og aktiviteter som hadde ledet frem til Børsmeldingene, herunder en redegjørelse for hvilke vurderinger Selskapet hadde gjort med tanke på når forholdet utgjorde innsideinformasjon. Det ble videre gjort oppmerksom på at Oslo Børs ikke hadde mottatt underhåndenvarsel fra Selskapet i forbindelse med beslutning om kapitalinnhenting. Oslo Børs ba derfor om informasjon om bakgrunnen for dette, samt om å få oversendt innsidelister utarbeidet i sakens anledning.

Selskapet besvarte henvendelsen 31. oktober 2022. I svaret ble det vist til at Selskapet i sin halvårsrapport, publisert 31. august 2022, hadde opplyst om at Selskapet trengte ytterligere kapital for å sikre ferdigstilling av konstruksjon og drift av Selskapets RAS-anlegg i Japan. Videre opplyste Selskapet om følgende:

Etter publisering av halvårsrapport og frem til første halvdel av september jobbet Selskapet med finansieringsmetode og struktur, størrelse på finansieringsbehov, tidslinje og identifisering av aktuelle investorer. Selskapet har opplyst om at man først landet på at det var ønskelig å gjennomføre en rettet emisjon. Informasjonen om en mulig transaksjon/emisjon ble av Selskapet behandlet som innsideinformasjon fra og med 15. september 2022.

Rundt 26. september 2022 skal Selskapet ha fått negativ tilbakemelding fra en av dets største aksjonærer vedrørende den tentative strukturen på emisjonen, og man fortsatte derfor å se på andre løsninger. Man konkluderte så med at et konvertibelt lån var å foretrekke. Den 5. oktober 2022 mottok Selskapet videre en bekreftelse fra enkelte av Selskapets største aksjonærer på at de var villig til å tegne seg for i overkant av MNOK 150 i et konvertibelt obligasjonslån på visse ordinære vilkår. I lys av dette publiserte Selskapet Melding om finansiell oppdatering.

Den 6. oktober 2022 publiserte Selskapet Melding om konvertibelt obligasjonslån, hvor det ble informert om at det ville være tale om et 3-årig lån med en konverteringskurs på NOK 6 per aksje og en rente på 7 %. 12. oktober informerte Selskapet i børsmelding om at tegningsperioden ble forlenget frem til 17. oktober, i lys av pågående dialog med investorer.

På kvelden 16. oktober 2022 har Selskapet opplyst om at det ble avholdt et styremøte hvor det ble konkludert med at man ikke ville klare å hente inn nødvendig kapital på MNOK 250, med mindre man endret vilkårene for lånet ved å redusere konverteringskursen. Selskapet har opplyst om at man var avhengig av at en japansk

strategisk investor som hadde forpliktet seg til å tegne seg for MNOK 21, samtykket til fortsatt å tegne seg på endrede vilkår. På grunn av tidsforskjell til Japan klarte man ikke å få en endelig bekreftelse fra investoren samme kveld, og man valgte derfor å vente med publisering av børsmelding til etter at man hadde vært i dialog med den japanske investoren dagen etter, 17. oktober. Melding om fulltegning av konvertibelt obligasjonslån ble publisert kl. 08:41.

Oslo Børs fulgte opp Selskapet og ba om en mer konkret beskrivelse av hva som var foranledningen til konklusjonen om endring i vilkårene for lånet. Man ba derfor om mer informasjon om hendelsene i perioden 6. oktober til 16. oktober som ledet til konklusjonen, samt informasjon om hvilke vurderinger som ble gjort med hensyn til om endring av vilkårene utgjorde innsideinformasjon.

Selskapet besvarte henvendelsen 13. desember 2022. Av svaret fremgikk det at enkelte av Selskapets eksisterende aksjonærer den 15. oktober fortsatt ikke hadde forpliktet seg til å sikre fulltegning. Det ble derfor innkalt til styremøte påfølgende dag fra kl. 17:00-19:00. I styremøte 16. oktober ble det klart at nedjustert konverteringskurs var et tydelig ønske fra enkelte eksisterende aksjonærer som hadde vist interesse for å tegne seg i det konvertible obligasjonslånet, og styret aksepterte derfor vilkåret. Selskapet har imidlertid opplyst at man, for å sikre fulltegning, var avhengig av at en japansk investor som hadde forhåndsforpliktet seg, også aksepterte nedjustert konverteringskurs. Selskapet har videre opplyst om at man forsto det slik at ingenting var sikkert før beslutningstager i den japanske investoren hadde gitt sin godkjenning. Blant annet i lys av dette usikkerhetsmomentet, var det etter Selskapets syn ikke rimelig grunn til å forvente at transaksjonen ville bli gjennomført på nye vilkår den 16. oktober.

Selskapet har videre anført at man aldri var av den oppfatning at en lavere konverteringskurs i seg selv var innsideinformasjon. Det var opplysningen om at den japanske investoren hadde godtatt den justerte konverteringskursen og at boken ble fulltegnet, som Selskapet anså for å utgjøre innsideinformasjon.

3. Informasjonsplikt for selskaper tatt opp til handel

3.1 Informasjonsplikt for selskaper tatt opp til handel

3.1.1 Offentliggjøring av innsideinformasjon

I henhold til Regelbok II punkt 3.9.1 jf. MAR artikkel 17 nr. 1 skal utsteder så snart som mulig offentliggjøre innsideinformasjon som direkte vedrører utstederen. I henhold til MAR artikkel 7 nr. 1 a) utgjør innsideinformasjon:

«Presise opplysninger som ikke er blitt offentliggjort, som direkte eller indirekte vedrører en eller flere utstedere eller ett eller flere finansielle instrumenter, og som er egnet til å påvirke kursen på disse finansielle instrumentene eller kursen på tilknyttede finansielle derivater merkbart dersom de blir offentliggjort.»

Videre, følger det av MAR artikkel 7 nr. 2 at informasjonen skal anses å være presis dersom:

«de indikerer at en eller flere omstendigheter foreligger, eller at det er rimelig å forvente at de kan komme til å foreligge, eller en hendelse som har inntruffet, eller som det er rimelig å forvente at kan komme til å inntreffe, dersom disse opplysningene er tilstrekkelig spesifikke til at det kan trekkes en slutning om den mulige påvirkningen disse omstendighetene eller denne hendelsen kan ha på kursene på de finansielle instrumentene (...).»

MAR artikkel 17 nr. 4 åpner opp for at en utsteder, på eget ansvar, kan beslutte å utsette offentliggjøringen av innsideinformasjon, forutsatt at nærmere fastsatte vilkår er innfridd. Dersom utsteder beslutter utsatt offentliggjøring, følger det av Regelbok II punkt 3.9.2 (3) at utsteder:

«uoppfordret og umiddelbart (skal) gi Oslo Børs melding om forholdet, herunder om bakgrunnen for utsettelsen (...)»

Dersom utsatt offentliggjøring besluttes utenfor børsens åpningstider, plikter utsteder å informere børsen om beslutningen før børsåpning neste dag jf. Regelbok II punkt 3.8.2.(3).

4. Oslo Børs' vurdering

4.1 Underhåndenvarsel til Oslo Børs ved utsatt offentliggjøring

Oslo Børs viser til Selskapets beslutning om å innhente kapital, samt korrespondanse mellom Oslo Børs og Selskapet, inklusive oversendte innsidelister.

Oslo Børs forstår Selskapet dithen at Selskapet anså informasjonen om en mulig kapitalinnhenting for å utgjøre innsideinformasjon fra 15. september 2022. Selskapet har opplyst at det fortsatt var en del usikkerhet knyttet til transaksjonen på dette tidspunktet. Samtidig hadde man informasjon om formen på den ønskede kapitalinnhenting samt at man hadde konkrete planer om å igangsette markedssonering. Man valgte derfor å behandle informasjonen som innsideinformasjon fra 15. september. Basert på dette forstår Oslo Børs det dithen at det på dette tidspunktet var rimelig å forvente at Selskapet ville iverksette en rettet emisjon, i lys av at man internt hadde konkludert med at en emisjon var en hensiktsmessig måte å innhente kapital på, i tillegg til at man hadde kommet så langt i prosessen at man planla markedssonering. Det bemerkes for ordens skyld at det er uten betydning for vurderingen av hvorvidt det foreligger innsideinformasjon, at forholdet på et senere tidspunkt blir skrinlagt eller lagt bort grunnet senere inntrufne forhold. Det vesentlige er hvordan informasjonen fremstår på det tidspunktet vurderingen blir foretatt. At informasjonen av Selskapet ble ansett for å utgjøre innsideinformasjon underbygges også av at Selskapet begynte å føre innsidelister fra 15. september, og at finansiell og juridisk rådgiver førte innsidelister fra 16. september.

Selskapet varslet ikke Oslo Børs underhånden om beslutning om utsatt offentliggjøring. Om bakgrunnen for manglende varsel har Selskapet opplyst at man *«dessverre (..) ikke tar kontakt med Oslo Børs for å orientere om beslutningen om å utsette offentliggjøringen»*, og at dette blant annet *«skyldes en intern forglemmelse»*.

At Selskapet ikke varslet Oslo Børs utgjør et brudd på regelen om underhåndenvarsling. Børsen ønsker derfor å knytte en kommentar til utsteders plikt til å varsle Oslo Børs underhånden dersom det besluttes utsatt offentliggjøring.

Regelbok II punkt 3.9.2 (3) stiller krav til at utsteder, ved beslutning om utsatt offentliggjøring, *«uoppfordret og umiddelbart»* skal gi Oslo Børs melding om forholdet. Det er viktig at utstedere har et bevisst forhold til og sørger for å følge opp forpliktelsen om underhåndenvarsel ved utsatt offentliggjøring. Dette fordi underhåndenvarsel gir Oslo Børs mulighet til å sette selskapet under intensivt overvåkning, hvilket igjen gir børsen anledning til å gjennomføre intensivt kontroll med handelen i selskapets aksjer og ulike nyhetskanaler, samt kunne ta i bruk virkemidler i kursnotering dersom det er grunn til å tro at noen i markedet er kjent med innsideinformasjonen. Dersom det skulle oppstå en lekkasje, kan dette således håndteres raskere og få et mindre skadeomfang for utsteder og øvrige markedsaktører dersom børsen er informert i forkant.

Oslo Børs finner det kritikkverdig at Selskapet overhodet ikke varslet børsen, til tross for at både Selskapet og dets rådgivere behandlet informasjonen som innsideinformasjon fra henholdsvis 15. og 16. september 2022. Utsteder har plikt til å varsle børsen umiddelbart når det besluttes utsatt offentliggjøring. Denne plikten oppstår på beslutningstidspunktet, og mislighold avhjelpest ikke dersom utsteder senere skulle så tvil om hvorvidt informasjonen faktisk utgjorde innsideinformasjon. Selskapet bes om å ha et mer bevisst forhold til plikten om underhåndvarsling ved fremtidige forhold.

4.2 Kategorisering av børsmeldinger

Oslo Børs ønsker videre å knytte en kommentar til Selskapets kategorisering av Melding om finansiell oppdatering av 5. oktober 2022.

Børsen merker seg at Melding om finansiell oppdatering er kategorisert som «annen informasjonspliktig regulatorisk informasjon», til tross for at Selskapet internt behandlet informasjonen som innsideinformasjon. Enkelte etterfølgende børsmeldinger tilknyttet det konvertible obligasjonslånet er også kategorisert som annen informasjonspliktig informasjon, selv om Selskapet blant annet har opplyst om at man anså Melding om fulltegning av konvertibelt obligasjonslån for å utgjøre innsideinformasjon.

Oslo Børs understreker viktigheten av korrekt kategorisering av børsmeldinger, for slik å sikre at markedet blir tilstrekkelig opplyst. Børsen har utarbeidet en veiledning for meldingskategorier, som er tilgjengelig i NewsPoint under hjelp – Kategoriveiledning. Det bes om at Selskapet setter seg nøye inn i denne. Oslo Børs noterer seg samtidig at Selskapet har beklaget feilen, og bekreftet at dette ikke skal gjenta seg ved publisering av innsideinformasjon i fremtidige meldinger.

4.3 Rettidig offentliggjøring av innsideinformasjon

Endelig ønsker Oslo Børs å knytte noen merknader til Selskapets vurdering av hvorvidt informasjon om endring av vilkår for det konvertible obligasjonslånet utgjorde innsideinformasjon. Oslo Børs er enig med Selskapet i at både endring av vilkårene for det konvertible obligasjonslånet og at lånet ble fulltegnet utgjorde innsideinformasjon. Oslo Børs stiller likevel spørsmål ved om informasjon om endring av vilkår for det konvertible obligasjonslånet utgjorde innsideinformasjon allerede fra 16. oktober, og i så fall om Selskapet offentliggjorde informasjonen rettidig ved børsmelding 17. oktober. Overfor Oslo Børs har Selskapet opplyst at man ikke anså endringene i lånet for å utgjøre innsideinformasjon. Etter Selskapets syn oppsto det først innsideinformasjon etter at det ble klart at den japanske investoren godtok tegning på endrede vilkår, slik at obligasjonslånet ble fulltegnet.

Oslo Børs finner grunn til å stille spørsmål ved om Selskapets vurdering av når informasjon tilknyttet det konvertible lånet utgjorde innsideinformasjon er korrekt. Korrespondansen mellom Oslo Børs og Selskapet viser at det på kvelden den 16. oktober ble klart eller i alle fall rimelig å forvente at Selskapet ikke ville klare å få fulltegnet lånet på de allerede kommuniserte vilkår i markedet. Dette underbygges blant annet av at styret besluttet å redusere konverteringskursen den 16. oktober. Etter Oslo Børs' vurdering utgjorde styrets beslutning om å redusere konverteringskursen opplysninger som «indikerte at en eller flere hendelser var rimelig å forvente at ville inntreffe», jf. MAR artikkel 7 nr. 2, herunder at man ikke ville klare å oppnå fulltegning av lånet på de allerede kommuniserte vilkår innen tegningsperiodens utløp og at lånet ville måtte gjennomføres på andre vilkår. Dette uavhengig av om den japanske investoren aksepterte å tegne seg på endrede vilkårene eller ikke.

Det vises i denne sammenheng til MAR artikkel 7 nr. 2 hvor det presiseres at det ved prosesser bestående av flere trinn som har til formål å frembringe eller som resulterer i

en bestemt hendelse, både er de fremtidige omstendighetene eller den fremtidige hendelsen, og de mellomliggende trinnene i prosessen, som kan anses som presise opplysninger. I slike situasjoner er det derfor særlig viktig at utsteder har et bevisst forhold til reglene om innsideinformasjon, og løpende vurderer om man er kommet til et trinn i prosessen som medfører at informasjonen er å regne som innsideinformasjon.

Børsen er videre av den oppfatning at opplysningene var «egnet til å påvirke kursen dersom de hadde vært kjent for markedet», jf. MAR artikkel 7 nr. 1 a). Dette blant annet hensett til at endring i vilkårene ville signalisert vanskeligheter med innhenting av kapital til ønsket nivå på de opprinnelig kommuniserte vilkår samt at Selskapet ville stå overfor økonomisk usikkerhet dersom lånet ikke ble fulltegnet, eller tegnet overhodet. Til illustrasjon ser man også i ettertid at informasjonen var egnet til å påvirke kursen, herunder ved faktisk kursutvikling ved publisering av børsmelding 17. oktober. Fra børsåpning gikk aksjekursen ned 20 % sammenlignet med sluttkurs fredag 14. oktober og totalt endte kursen ned 21,6 % sammenholdt med sluttkurs på fredag.

I lys av overstående er Oslo Børs kommet til at informasjon om at konverteringskursen var besluttet redusert, herunder at man sannsynligvis ikke ville oppnå fulltegning av lånet på de allerede kommuniserte vilkår, utgjorde innsideinformasjon fra 16. oktober 2022.

Utstedere tatt opp til handel på Oslo Børs, Euronext Expand og/eller Euronext Growth Oslo er underlagt reglene i MAR, herav reglene om informasjonsplikt om innsideinformasjon jf. MAR artikkel 17, som pålegger utstedere å så snart som mulig offentliggjøre innsideinformasjon som vedrører utstederen. I «så snart som mulig» ligger det normalt kun den tid det tar å utforme børsmelding. Plikten til offentliggjøring gjelder uavhengig av Oslo Børs' åpningstider.

I foreliggende sak ble Selskapet den 16. oktober mellom kl. 17:00 og 19:00 klar over, eller fikk en rimelig forventning om, at man ikke ville få til fulltegning av lånet på de allerede kommuniserte vilkår i markedet. Børsmelding med oppdatert informasjon om det konvertible obligasjonslånet ble likevel først publisert morgenen den 17. oktober. At det gikk et halvt døgn fra informasjonen forelå til melding ble publisert, er ikke i overensstemmelse med kravet til offentliggjøring «så snart som mulig». Det foreligger således et brudd på Selskapets plikt til å offentliggjøre innsideinformasjon, og børsen understreker at man anser bruddet som kritikkverdigg.

Oslo Børs merker seg likevel at Selskapet publiserte børsmelding før børsåpning den 17. oktober, slik at det med rimelighet må kunne antas at innsideinformasjonen ikke har blitt utnyttet eller har hatt betydelig negativ innvirkning på aktørene i markedet. Dette er et formildende moment i Selskapets favør.

5. Avsluttende merknader

Som det fremgår ovenfor, har Oslo Børs valgt å knytte enkelte merknader til Selskapets informasjonshåndtering, samt overprøve Selskapets vurdering av hvorvidt det forhold at man ikke ville få fulltegnet lånet på de vilkår som allerede var blitt kommunisert i markedet utgjorde innsideinformasjon. Oslo Børs har videre konkludert med at innsideinformasjon som vedrørte Selskapet forelå fra 16. oktober 2022 og at det derfor foreligger et brudd på utsteders plikt til å så snart som mulig offentliggjøre innsideinformasjon. Da Selskapet likevel publiserte børsmelding før børsåpning den 17. oktober kl. 08:41, og det således må kunne legges til grunn at for sen offentliggjøring av informasjonen kun kan ha hatt begrensede negative virkninger på markedet, har Oslo Børs valgt å avslutte saken med dette brevet.

Børsen er likevel av den oppfatning at Selskapet gjennom saken har vist mangelfull forståelse for sentrale regler om informasjonsplikt som gjelder for selskaper tatt opp til

handel, og det bes om at Selskapet tar en intern gjennomgang for å sikre at man har tilstrekkelig gode rutiner og prosedyrer for å håndtere meldepliktig informasjon på en betryggende måte i fremtiden. Vi minner i den forbindelse om at børsen på sine nettsider har et digitalt kurs med en introduksjon til løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper. Vi oppfordrer sterkt til at relevante ansatte i Selskapet tar dette kurset. Kurset og presentasjon finner dere her: [Kurs og seminarer | euronext.com](https://www.euronext.com).

Vi gjør videre oppmerksom på at forholdene beskrevet ovenfor kan bli tatt i betraktning ved vurdering av eventuelle fremtidige brudd på Euronext Growth Regelbøkene.

Oslo Børs forbeholder seg retten til å gjøre dette brevet offentlig tilgjengelig på børsens hjemmeside på samme grunnlag som andre beslutninger og uttalelser til veiledning for markedsaktørene.

3.2.7 Otello Corporation ASA – kommentarer til selskapets løpende informasjonsplikt og kategorisering av børsmeldinger, 30.03.2023

Saken gjelder utsteders informasjonsplikt, og inneholder veiledende kommentarer til flere temaer; nødvendigheten av å ha et bevisst forhold til vilkårene under definisjonen av «innsideinformasjon» og «presise opplysninger», nødvendigheten av å vurdere slike vilkår konkret i hvert tilfelle fremfor å ta et generelt standpunkt, løpende vurderinger i prosesser bestående av flere trinn og kategorisering av børsmeldinger.

1. Introduksjon og oppsummering

Det vises til børsmelding fra Otello Corporation ASA («Selskapet») av 28. juli 2022 kl. 19:49 om at Selskapet har vedtatt å utbetale et utbytte på NOK 21 per aksje («Børsmeldingen»). Oslo Børs observerte en vesentlig økning i volum i handelen i Selskapets aksjer den 29. juli 2022 etter publisering av Børsmeldingen. Denne dagen steg aksjekursen med ca. 24 % på det meste sammenlignet med sluttkursen 28. juli 2022. Kursen gikk så noe ned utover dagen, før den endte opp ca. 14 % sammenlignet med sluttkursen 28. juli 2022.

Som ledd i børsens oppfølging av løpende informasjonsplikt for selskaper tatt opp til handel, har avdeling for Markedsovervåking ved Oslo Børs sett nærmere på informasjonen i Børsmeldingen. Oslo Børs har valgt å ikke overprøve Selskapets vurdering i saken, men ønsker likevel å knytte noen kommentarer til vurderingen av hvorvidt det foreligger innsideinformasjon, jf. Oslo Børs Regelbok Del II («**Regelbok II**») punkt 4.2.1.1 jf. Markedsmisbruksforordningen («**MAR**») artikkel 17 nr. 1. Videre ønsker vi å knytte en kommentar til Selskapets valg av meldingskategori.

2. Rettslig grunnlag

I henhold til Regelbok II punkt 4.2.1.1 jf. MAR artikkel 17 nr. 1 skal utsteder så snart som mulig offentliggjøre innsideinformasjon som direkte vedrører utstederen. I henhold til MAR artikkel 7 nr. 1 a) utgjør innsideinformasjon:

«Presise opplysninger som ikke er blitt offentliggjort, som direkte eller indirekte vedrører en eller flere utstedere eller ett eller flere finansielle instrumenter, og som er egnet til å påvirke kursen på disse finansielle instrumentene eller kursen på tilknyttede finansielle derivater merkbart dersom de blir offentliggjort.»

Videre følger det av MAR artikkel 7 nr. 2 at informasjonen skal anses å være presis dersom:

«de indikerer at en eller flere omstendigheter foreligger, eller at det er rimelig å forvente at de kan komme til å foreligge, eller en hendelse som har inntruffet, eller som det er rimelig å forvente at kan komme til å inntreffe, dersom disse opplysningene er tilstrekkelig spesifikke til at det kan trekkes en slutning om den mulige påvirkningen disse omstendighetene eller denne hendelsen kan ha på kursene på de finansielle instrumentene (...).»

3. Faktiske omstendigheter

I korrespondanse mellom Selskapet og Oslo Børs i perioden november 2022 til februar 2023 har Selskapet redegjort for de hendelser og vurderinger som førte frem til beslutningen om utbetaling av utbytte, samt de vurderinger som ble gjort med hensyn til reglene om innsideinformasjon. Av offentlig tilgjengelig informasjon, samt av de mottatte redegjørelser og dokumentasjon fra Selskapet forstår Oslo Børs at de faktiske omstendigheter var som følger:

I Selskapets rapport for første halvår 2021 offentliggjort 27. august 2021 fremkommer det Selskapet har som mål å maksimere verdiene av gjenværende eiendeler, og at målet er å aggressivt returnere kontanter til aksjonærene, mest sannsynlig gjennom en kombinasjon av tilbakekjøp av aksjer og utbytte.²⁹ Av rapport for andre halvår 2021 offentliggjort 17. februar 2022 fremkommer lignende informasjon, i tillegg til at Selskapet planlegger å konvertere USD-beholdningen sin til NOK og utdele dette kontant til aksjonærene gjennom tilbakekjøp av aksjer, utbytte eller en kombinasjon av dette.³⁰ Lignende informasjon fremkommer også av årsrapport 2021 offentliggjort 27. april 2022.³¹

På styremøte 27. april 2022 besluttet styret å foreslå for generalforsamlingen at styret skulle få fullmakt til å beslutte utdeling av utbytte basert på årsregnskapet for 2021. Ledelsen skal ha presentert overfor styret et estimert utbytte på NOK 19 per aksje. Ledelsen ble i nevnte styremøte bedt om å innhente eksternt rådgivning og veiledning for å få en oversikt over Selskapets finansielle forpliktelser og potensielle krav mot Selskapet, slik at styret kunne foreta en forsvarlig vurdering i forbindelse med en utbyttebeslutning. Styret ble gitt fullmakt til å beslutte utdeling av utbytte i generalforsamlingsmøte 2. juni 2022.

I styremøte 22. juni 2022 ble innhentet rådgivning og oversikt over potensielle finansielle forpliktelser presentert og diskutert. I forkant av møtet sendte ledelsen et notat datert 17. juni 2022 hvor de potensielle finansielle forpliktelsene ble presentert. Notatet inkluderte også en tidligere utarbeidet oversikt over nødvendig fremtidig kontantbeholdning [REDACTED], hvor det blant annet var avsatt kontanter [REDACTED]. Det fremkom videre at nødvendig kontantbeholdning kunne antas å være lavere etter diskusjoner med de ulike rådgiverne [REDACTED]. På dette tidspunktet hadde Selskapet konvertert størsteparten av USD-beholdningen til NOK i lys av at vekslingskursen var forbedret. Notatet inkluderte videre et eksempel på utbyttebeslutning på NOK 20 per aksje. Av styreprotokollen 22. juni fremkommer det at nevnte reserve kunne antas å være lavere pga. positive diskusjoner [REDACTED], og at det derfor var mer sannsynlig at nødvendig fremtidig kontantbeholdning ville være [REDACTED]. Beslutning om utbytte var ikke på agendaen for møtet 22. juni 2022. Ledelsen ble bedt om å få utstedt de endelige vurderingene fra rådgiverne. Styret ble enige om å ta informasjonen til etterretning for å vurdere videre steg.

²⁹ [NewsWeb \(oslobors.no\)](https://www.oslobors.no)

³⁰ [NewsWeb \(oslobors.no\)](https://www.oslobors.no)

³¹ [NewsWeb \(oslobors.no\)](https://www.oslobors.no)

Den 26. juli 2022 mottok Selskapet bekreftelse på [REDACTED]. Selskapet selv hadde [REDACTED], men forsendelsen hadde tatt lang tid blant annet pga. Covid-19. Slik [REDACTED], herunder som avsatte kontanter for potensielt krav. Den 27. juli 2022 ble det utarbeidet et notat med oppdatering og forslag om utbytte på NOK 21 per aksje. Dette ble diskutert mellom CFO og CEO og sendt til juridisk rådgiver. Videre ble utkast til styreprotokoll utarbeidet med forslag om utbyttebeslutning og sendt til juridisk rådgiver. Dagen etter, 28. juli 2022, ble utkast til Børsmeldingen utarbeidet, samt at notat og utkast til styreprotokoll ble sendt til styret for skriftlig behandling per e-post. Styret besluttet utdeling av utbytte i tråd med ledelsens forslag samme kveld, og Børsmeldingen ble deretter publisert.

4. Oslo Børs' kommentarer

4.1 Innsideinformasjon

Oslo Børs har valgt å ikke overprøve Selskapets vurdering av om eller når det forelå innsideinformasjon. Det kan i den forbindelse blant annet vises til at det kan ha vært en forventning i markedet om maksimalt utbytte i lys av Selskapets kommuniserte mål i finansielle rapporter publisert i august 2021, februar 2022 og april 2022.

Vi ønsker likevel å knytte noen kommentarer til Selskapets plikt til løpende å vurdere om det foreligger innsideinformasjon. Vi har gjennomgått redegjørelsen og dokumentene oversendt fra Selskapet til Oslo Børs. Vi har ikke mottatt skriftlig dokumentasjon på at Selskapet løpende har vurdert hvorvidt det forelå innsideinformasjon, annet enn at ledelsen i sitt notat til styret av 17. juni 2022 angir at en styrebeslutning om å utbetale et utbytte vil være innsideinformasjon. Selskapet har videre opplyst overfor Oslo Børs at det ikke forelå innsideinformasjon før et flertall av styremedlemmene godkjente foreslått vedtak om utbytteutdeling.

Basert på det ovennevnte fremstår det for Oslo Børs som at Selskapet vurderer at utbytteutdelinger, på generelt grunnlag, ikke utgjør innsideinformasjon før formelt vedtak om dette foreligger. Dersom Selskapet har tatt et slikt generelt standpunkt, kan det fremstå som at Selskapet ikke har et tilstrekkelig bevisst forhold til definisjonen av «innsideinformasjon» og «presise opplysninger», herunder at de konkrete vilkårene under slike definisjoner må vurderes konkret i hvert tilfelle. En slik konkret vurdering ville f.eks. den 17. juni 2022 ha fokusert på hvorvidt et potensielt utbytte på pluss/minus NOK 20 per aksje, basert på estimer oppstilt i ledelsens notat sendt til styret, utgjorde innsideinformasjon. Dette i lys av historikken bak notatet og estimatet, herunder at 1) styret i april 2022 besluttet å be generalforsamlingen om fullmakt til å vedta utbytte, 2) et utbytte på NOK 19 ble estimert i april 2022, men styret etterspurte oversikt over potensielle økonomiske forpliktelser for Selskapet før beslutning kunne tas, 3) notatet oversendt per e-post 17. juni 2022 ga en oversikt over slike potensielle forpliktelser samt risikograd (hvor de fleste var risikokategorisert som lav til veldig lav), 4) at grundige vurderinger fra rådgivere mht. potensielle forpliktelser samt rettslig grunnlag for å beslutte utbytte var vedlagt samme e-post, og 5) at det økonomiske oversiktsbildet så bedre ut nå enn i april 2022.

Mer presist ville vurderingen ha vært om opplysningene i ledelsens notat til styret, i lys av den nevnte historikken, indikerte at det var rimelig å forvente en utbyttebeslutning i størrelsesordenen pluss/minus NOK 20 per aksje, og om man kunne trekke en slutning om den mulige kurspåvirkningen en slik utbyttebeslutning ville kunne ha / om dette var egnet til å påvirke aksjekursen, jf. definisjonen av «presise opplysninger» i MAR artikkel 7 nr. 2 og «innsideinformasjon» i artikkel 17 nr. 1.

Selskapet har opplyst at ledelsen ved utsendelsen av notatet 17. juni 2022 ikke hadde noen anelse om hvordan styret ville vurdere situasjonen før vedtak var fattet. Herunder visste man ikke om styret ville være konservative og beslutte et utbytte på under NOK 20, om de ville være aggressive med et beløp over NOK 21, eller om styret ville be om ytterligere informasjon og tid grunnet nylig utskiftning av to styremedlemmer. Til dette bemerker Oslo Børs at Selskapet i finansielle rapporter publisert i august 2021, februar 2022 og april 2022 eksplisitt beskrev et mål om å aggressivt returnere kontanter til aksjonærene. Vi stiller derfor spørsmål ved Selskapets forklaring overfor Oslo Børs, selv om to av styrets fem medlemmer var byttet ut i mellomtiden.

Basert på informasjonen vi har mottatt fra Selskapet fremstår det som at man den 17. juni 2022 hadde en rimelig forventning om en utbyttebeslutning på pluss/minus NOK 20 per aksje, men at man ønsket å avvente utbyttebeslutningen til man hadde [REDACTED], slik at [REDACTED] kunne slettes og utbyttebeløpet kunne økes. Herunder fremstår det som at det uavklarte kun var den eksakte størrelsen på utbyttet, og at man ønsket å utdele maksimalt utbytte. Dette underbygges av at endelig forslag til utbyttevedtak ble sendt per e-post til styret for skriftlig stemmeavgivning uten forutgående styremøte etter at Selskapet den 26. juli 2022 fikk [REDACTED].

I lys av det ovennevnte ønsker Oslo Børs å påpeke at det er viktig at utstedere har et bevisst forhold til reglene om innsideinformasjon, inkludert definisjonen av «innsideinformasjon» og «presise opplysninger», samt sørger for å ha på plass rutiner og prosedyrer som sikrer at forpliktelsene følges opp og overholdes. Når det gjelder prosesser bestående av flere trinn som har til formål å frembringe eller som resulterer i en bestemt hendelse, presiseres det i MAR artikkel 7 nr. 2 at både de fremtidige omstendighetene eller den fremtidige hendelsen, og de mellomliggende trinnene i prosessen, kan anses som presise opplysninger. I slike situasjoner er det derfor særlig viktig at utsteder har et bevisst forhold til reglene om innsideinformasjon, og løpende vurderer om man er kommet til et trinn i prosessen som medfører at informasjonen er å regne som innsideinformasjon. Utsteder bør videre skriftlig dokumentere de løpende vurderingene som gjøres med hensyn til om noe utgjør innsideinformasjon.

4.2 Kategorisering av børsmeldinger

Oslo Børs ønsker videre å knytte en kommentar til Selskapets kategorisering av Børsmeldingen som «annen informasjonspliktig regulatorisk informasjon». Slik kategorisering skulle tilsi at Selskapet ikke anså informasjon for å utgjøre innsideinformasjon, men kun som annen meldepliktig informasjon til markedet. Som beskrevet under punkt 4.1 vurderte imidlertid Selskapet at informasjonen utgjorde innsideinformasjon da det forelå en styrebeslutning om å utbetale utbyttet.

Oslo Børs finner det kritikkverdigg at Selskapet ikke har et mer bevisst forhold til bruken av meldingskategori, særlig sett i lys av at publisering av Børsmeldingen skjedde kort tid etter at Selskapet selv mente at informasjonen utgjorde innsideinformasjon.

Oslo Børs minner om viktigheten av korrekt kategorisering av børsmeldinger, for å sikre at markedet blir tilstrekkelig opplyst. I denne sammenheng minnes det om at Oslo Børs har utarbeidet en veiledning for meldingskategorier, som er tilgjengelig i NewsPoint under hjelp - Kategoriveiledning. Selskapet bes sette seg godt inn i veiledningen i forbindelse med publisering av fremtidige børsmeldinger.

4.3 Avsluttende merknader

Vi gjør oppmerksom på at vi på våre nettsider har et digitalt kurs som gir introduksjon til løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper. Vi oppfordrer sterkt til at relevante

ansatte i selskapet tar dette kurset. Kurset og presentasjon finner dere her: [Kurs og seminarer | euronext.com](#).

Oslo Børs forbeholder seg retten til å gjøre dette brevet offentlig tilgjengelig på børsens hjemmeside på samme grunnlag som andre beslutninger og uttalelser til veiledning for markedsaktørene.

3.2.8 [REDACTED] – Frister informasjonsplikt kapitalendring og prospekt, Oslo Børs, 31.03.2023

Nedenfor følger utdrag fra en e-post fra Oslo Børs til en utsteder. Henvendelsen gjaldt oversittede frister for offentliggjøring av informasjon om kapitalendringer etter Regelbok Del II punkt 4.2.5.5 (4) og for publisering av EØS-prospekt etter Regelbok Del II punkt 4.5 (1). Utsteder hadde i forkant hatt dialog med både Foretaksregisteret og Finanstilsynet, og kunne derfor forutberegne når henholdsvis registermelding og prospekt ble godkjent.

Det følger av Utstederreglene punkt 4.2.5.5 (4) at utsteder «straks» skal offentliggjøre at kapitalendringer er registrert i Foretaksregisteret. Selskapet har ikke overholdt denne forpliktelsen. Selskapet sendte inn melding for registrering av kapitalforhøyelsen i Foretaksregisteret [REDACTED] med forespørsel om at registreringen ikke måtte skje før [REDACTED]. Bekreftelse at på at registreringen var gjennomført ble mottatt [REDACTED]. Børsmelding om at kapitalforhøyelsen var registrert ble publisert samme dag kl. [REDACTED]. Offentliggjøring i overkant av en time etter at registreringen var gjennomført kan ikke anses å være «straks». Selskapet må dessuten sies å ha forventet snarlig registrering i Foretaksregisteret ettersom man forespurte at registrering skulle skje på slik dato, og at allmennaksjeselskaper ved elektronisk innsendelse av registermelding har prioritert saksbehandling. Det fremstår for Oslo Børs som at e-posten om at registrering var gjennomført ble fanget opp ved eller rundt mottak, og at man bevisst ventet med å offentliggjøre forholdet. Selskapet har forklart at man hadde forberedt en felles børsmelding om godkjenning av prospekt og registrering av kapital, og ønsket å publisere dette samlet. Et ønske om samlet publisering er uten betydning for tolkning av fristen om å «straks» offentliggjøre kapitalendring. I den forbindelse bemerker vi også at endelig utkast til prospekt ikke ble innsendt til Finanstilsynet før kl. [REDACTED], altså ca. 20 minutter etter at kapitalforhøyelsen var registrert som gjennomført.

Det følger videre av Utstederreglene punkt 4.5 (1) at utsteder skal offentliggjøre at EØS-prospekt er godkjent senest kl. 08:00 den dagen notering foretas. Selskapet har heller ikke overholdt denne forpliktelsen. Selskapet mottok [REDACTED] beskjed om at Finanstilsynet ikke hadde ytterligere kommentarer til Selskapets siste utkast til prospekt, og endelig utkast ble derfor innsendt for godkjenning kl. [REDACTED]. Formell godkjenning ble gitt kl. [REDACTED]. Selskapet publiserte børsmelding om at prospektet var godkjent kl. [REDACTED]. Med hensyn til informasjonsplikten med frist kl. 08:00 den dagen notering foretas, burde Selskapet f.eks. ha avventet registrering i Foretaksregisteret til etter handelsdagen prospektet ble godkjent all den tid man av korrespondansen med Finanstilsynet visste at prospektet ikke ville bli godkjent før kl. 08:00 den [REDACTED], alternativt sørget for en prosess opp mot Finanstilsynet som sikret en godkjenning før kl. 08:00 den dagen notering skulle skje.

Oslo Børs vurderer de nevnte bruddene som uheldig, og ber om at Selskapet gjennomgår sine rutiner på området for å sikre at fremtidig informasjon blir offentliggjort i samsvar med regelverket. Vi har besluttet å ikke forfølge saken videre utover denne e-posten. Selskapet gjøres likevel oppmerksom på at saken kan ha betydning for reaksjonsform ved eventuelle gjentatte brudd på børsens regelverk.

3.2.9 ██████ – Frist offentliggjøring kapitalendring, Euronext Growth Oslo, 17.04.2023

Utsteder publiserte børs melding om aksjekapitalendring mer enn tre uker etter kapitalendringen var registrert, og hadde dermed oversittet fristen for offentliggjøring av informasjon om kapitalendringer «straks» etter Euronext Growth Oslo Regelbok Del II punkt 3.11.5 (3). Nedenfor følger utdrag fra en e-post fra Oslo Børs til utstederen.

Det vises til e-postkorrespondanse mellom ██████ («**Selskapet**») og Markedsadministrasjon ved Oslo Børs vedrørende sen offentliggjøring av kapitalforhøyelse i Selskapet. Etter kapitalforhøyelsen var det 42 889 606 utstedte aksjer i Selskapet. Kapitalforhøyelsen skal ha blitt registrert ██████, mens børs meldingen ble sendt ██████.

Oslo Børs ønsker å minne om bestemmelsen i Euronext Growth Oslo Regelbok Del II («**Regelbok II**») punkt 3.11.5 (3) hvor det fremgår at utsteder ved enhver endring i aksjekapitalen eller antall utstedte aksjer straks skal offentliggjøre at endringen er gjennomført, samt størrelsen på den nye aksjekapitalen og totalt antall utstedte aksjer.

Børs meldingen ble publisert over tre uker etter at kapitalforhøyelsen ble registrert ██████. Det foreligger dermed et brudd på bestemmelsen i Regelbok II. Fristoversittelsen er vesentlig, og Oslo Børs vurderer dette som svært uheldig. Vi ber Selskapet gjennomgå sine rutiner på området for å sikre at feilen ikke gjentas.

Oslo Børs forventer at alle noterte selskaper offentliggjør kapitalendringer i samsvar med overnevnte bestemmelse av hensyn til øvrige markedsaktører som benytter informasjonen, og legger til grunn at den til enhver tid er korrekt og oppdatert. Blant annet benytter Oslo Børs børs meldinger om kapitalendringer til oppdatering av børsens nettsider, som for eksempel kan benyttes av øvrige markedsaktører til beregning av flaggeterskler. Oslo Børs ønsker derfor å påpeke viktigheten av å publisere børs meldinger med oppdatert aksjekapital straks kapitalen er registrert i relevant selskapsregister.

Oslo Børs har besluttet å ikke forfølge saken videre utover denne e-posten. Selskapet gjøres likevel oppmerksom på at saken kan ha betydning for reaksjonsform ved eventuelle gjentatte brudd på børsens regelverk.

3.2.10 Awilco LNG ASA – Merknader til løpende informasjonsplikt og offentliggjøring av insideinformasjon, 25.04.2023

Saken gjelder selskapers løpende informasjonsplikt. Oslo Børs så nærmere på selskapets vurdering av hvorvidt en avtaleinngåelse utgjorde insideinformasjon.

Oslo Børs valgte å ikke overprøve selskapets vurdering av om eller når det forelå insideinformasjon, men knyttet enkelte kommentarer til hvilke momenter som er sentrale i vurderingen av om et forhold utgjør insideinformasjon, samt at vurderingen må gjøres løpende og konkret og ikke basere seg på generelle standpunkt.

1. Introduksjon og oppsummering

Det vises til børs melding fra Awilco LNG ASA («**Selskapet**») («**ALNG**») den 25. november 2022 kl. 09:51 om inngåelse av Time Charter-kontrakt vedrørende ett av Selskapets to skip for en periode på 18 måneder («**Melding om avtaleinngåelse**»). Videre vises til telefonsamtale mellom Selskapet og Oslo Børs den 4. november 2022 samt etterfølgende korrespondanse etter publisering av Melding om avtaleinngåelse i perioden desember 2022 – januar 2023.

Som ledd i børsens oppfølging av løpende informasjonsplikt for selskaper tatt opp til handel, har avdeling for Markedsovervåking ved Oslo Børs sett nærmere på forholdet. Markedsovervåking observerte en vesentlig økning i aksjekursen etter publisering av Melding om avtaleinngåelse sammenlignet med perioden forut for børsmeldingen. Aksjekursen steg 17,4 % etter publisering av Melding om avtaleinngåelse sammenlignet med siste handel før børsmeldingen ble publisert, og endte totalt opp 14,6 % sammenholdt med åpningskursen den aktuelle dagen. Videre gikk aksjekursen opp ca. 24 % på det høyeste påfølgende handelsdag, sammenlignet med aksjekursen før publisering av Melding om avtaleinngåelse. Det ble også observert en vesentlig økning i handler i aksjen etter publisering av Melding om avtaleinngåelse, sammenholdt med foregående dager.

Oslo Børs har under tvil valgt å ikke overprøve Selskapets vurdering i saken, men ønsker å knytte noen kommentarer til vurderingen av hvorvidt og på hvilket tidspunkt det foreligger innsideinformasjon, jf. Oslo Børs Regelbok Del II («**Regelbok II**») punkt 4.2.1.1 jf. Markedsmisbruksforordningen («**MAR**») artikkel 17 nr. 1. Videre ønsker vi å knytte en kommentar til Selskapets kategorisering av Melding om avtaleinngåelse.

2. Rettslig grunnlag

I henhold til Regelbok II punkt 3.9.1 jf. MAR artikkel 17 nr. 1 skal utsteder så snart som mulig offentliggjøre innsideinformasjon som direkte vedrører utstederen. I henhold til MAR artikkel 7 nr. 1 a) utgjør innsideinformasjon:

«Presise opplysninger som ikke er blitt offentliggjort, som direkte eller indirekte vedrører en eller flere utstedere eller ett eller flere finansielle instrumenter, og som er egnet til å påvirke kursen på disse finansielle instrumentene eller kursen på tilknyttede finansielle derivater merkbart dersom de blir offentliggjort.»

Videre, følger det av MAR artikkel 7 nr. 2 at informasjonen skal anses å være presis dersom:

«de indikerer at en eller flere omstendigheter foreligger, eller at det er rimelig å forvente at de kan komme til å foreligge, eller en hendelse som har inntruffet, eller som det er rimelig å forvente at kan komme til å inntreffe, dersom disse opplysningene er tilstrekkelig spesifikke til at det kan trekkes en slutning om den mulige påvirkningen disse omstendighetene eller denne hendelsen kan ha på kursene på de finansielle instrumentene (...).»

Formålet bak kravet til å offentliggjøre innsideinformasjon jf. MAR artikkel 17 nr. 1 er å gi offentligheten tilgang til informasjonen så snart denne foreligger, for å sikre lik behandling av aktørene i markedet samt for å forhindre mulig innsidehandel.

3. Faktiske omstendigheter

3.1 Telefon til Oslo Børs

Den 4. november kl. 14:50 ringte Selskapet til Markedsovervåking ved Oslo Børs og informerte om at det gikk rykter i shipping-markedet om at Selskapet jobbet med inngåelse av en kontrakt tilknyttet ett av deres to skip. Det ble opplyst om at man ikke hadde kommet langt nok i prosessen til at Selskapet anså informasjonen for å utgjøre innsideinformasjon, men at man ønsket å gjøre børsen oppmerksom på forholdet. Man ble videre enige om at Selskapet skulle holde børsen oppdatert dersom man skulle komme så langt at forholdet ble vurdert å utgjøre innsideinformasjon.

3.2 Melding om kontraktsinngåelse

Den 25. november 2022 kl. 09:51 publiserte Selskapet Melding om avtaleinngåelse. Meldingen var kategorisert som «*insideinformasjon*». Det fremgikk av børsmeldingen at Selskapet hadde inngått en ny Time Charter-avtale med en «*major utility company*» for en fast periode på ca. 18 måneder.

CEO opplyste videre om at "*With this contract we have been able to take advantage of the strong market and have now covered all trading days in 2023 and approximately 80% of 2024 at an average rate of approximately USD 120,000 pd. This ensures high cash generation and profitability for the next two years also considering both vessels are scheduled for special survey, and dry docking second half 2023.*"

Endelig fremgikk det av meldingen at kontraktene ville «*materially increase the Company's free cash flow generation*», og at styret derfor hadde besluttet å godkjenne en revidert utbyttepolicy slik at man fremover tok sikte på å utdele en betydelig del av den årlige frie kontantstrømmen.

3.3 Forespørsler fra Oslo Børs til Selskapet

På bakgrunn av Melding om avtaleinngåelse og utviklingen i aksjekursen, tok Oslo Børs kontakt med Selskapet per telefon samme dag for å få klarhet i hvorvidt avtalen knyttet seg til samme forhold som innrapportert til børsen den 4. november, samt få informasjon om hvilke vurderinger Selskapet hadde gjort vedrørende om informasjonen var å anse som insideinformasjon. Selskapet bekreftet at det dreide seg om samme avtale. Videre opplyste Selskapet om at man ikke hadde behandlet informasjonen som insideinformasjon, og at Melding om avtaleinngåelse var feilaktig kategorisert.

Børsen besluttet å sende en forespørsel til Selskapet den 5. desember 2022, hvor man ba om en tidslinje med datoer for de mest sentrale hendelser i prosessen som ledet til Melding om avtaleinngåelse, samt informasjon om Selskapets vurdering av om den nevnte kontrakten og endringer i utbyttepolitikk utgjorde insideinformasjon, og i så fall fra hvilket tidspunkt.

Selskapet besvarte henvendelsen 9. desember 2022. Av svaret fremgikk det at Selskapet har to skip (Wilforce og Wilpride). WilForce var på fast kontrakt til begynnelsen av Q2 i 2022, før skipet gikk inn i spot-markedet for en periode. Deretter ble det den 10. august annonsert at skipet gikk inn i en 6-måneders kontrakt. Utover høsten 2022 begynte Selskapet arbeidet med å skaffe en ny kontrakt etter utløpet av 6 måneders perioden, og man var i dialog med flere parter. Det var likevel et ████████ selskap som utpekte seg som det mest lovende alternativet, og partene gikk inn i forhandlinger fra starten av oktober 2022. Selskapet har videre opplyst om at partene den 31. oktober ble enige om hovedlinjene i avtalen, herunder leieperiode og rate. Det var likevel en forutsetning for begge parter at avtalen ble styregodkjent. Selskapet avholdt styremøte samme dag, hvor avtalen ble styregodkjent og administrasjonen ble tildelt fullmakt til å ferdigforhandle og inngå avtalen.

Den 25. november fikk Selskapet bekreftelse på at også det ████████ selskapet hadde styregodkjent avtalen. Endelig avtale ble deretter signert og Melding om avtaleinngåelse ble publisert kort tid etterpå.

Med hensyn til hvilke vurderinger Selskapet hadde gjort seg med tanke på om avtaleinngåelsen utgjorde insideinformasjon, har Selskapet opplyst at avtalen ble inngått på vanlige markedsmessige betingelser og ikke var av spesielt lang varighet. Videre har Selskapet anført at inngåelse av tidscertepartier for skip er i kjernen av Selskapets virksomhet, og at inngenting ved avtalen var spesielt. Det var også blitt

kommunisert et ønske fra Selskapets side om inngåelse av mer langsiktige avtaler for skipene i Q2-rapporten, samt at markedssituasjonen for LNG-skip var god. Selskapet fant derfor at det ikke var noen grunn til at informasjon om inngåelse av kontrakt for WilForce skulle komme overraskende på markedet.

Basert på informasjonen valgte Oslo Børs å følge opp med nye forespørsler, hvor man blant annet ba om å få oversendt styreprotokoller og annen relevant dokumentasjon utarbeidet i forbindelse med avtaleinngåelsen. Det ble også etterspurt kopi av kommunikasjon fra 1. november hvor skipet ble satt på «subjects», informasjon om hvilke forbehold som gjensto for å kunne fatte endelig beslutning, informasjon om diskusjoner vedrørende Time Charter Party Terms («**TCP terms**») og om Selskapet anså noen av disse som vesentlige for inngåelse av avtalen.

Henvendelsene ble besvart henholdsvis 2. januar 2023, 13. januar 2023 og 20. januar 2023. Av svarene fremgikk det at avtalen etter Selskapets syn ikke utgjorde innsideinformasjon da det var tale om en ordinær avtale i kjernen av Selskapets ordinære virksomhet, og som var i tråd med hva markedet hadde grunn til å forvente. Skulle man finne at avtalen utgjorde innsideinformasjon, måtte man uansett legge til grunn at det ikke oppsto innsideinformasjon før motpart hadde løftet sitt styreforbehold, da det var en høyst reell usikkerhet rundt hvorvidt det ville bli noen avtale frem til styret i det [REDACTED] selskapet hadde godkjent avtalen.

Hva gjelder vesentlige TCP terms, viste Selskapet til at blant annet flag change, redelivery condition (where terminal instructs vessel to stop discharge), bunkers/fuel on-board, greenhouse gas emissions, environmental regulation and policy og technical assessment var sentrale punkter som sto igjen helt til slutt i forhandlingsprosessen. Selskapet fant derfor at det var såpass mange utestående punkter igjen til at informasjonen kunne anses å utgjøre innsideinformasjon. For øvrig var Selskapet av den oppfatning at avtalen i seg selv ikke utgjorde innsideinformasjon.

4. Oslo Børs' merknader

4.1 Innsideinformasjon

Oslo Børs har valgt å ikke overprøve Selskapets vurdering av om eller når det forelå innsideinformasjon. Børsen ønsker likevel å knytte noen kommentarer til Selskapets plikt til løpende å vurdere om det foreligger innsideinformasjon.

Oslo Børs har som nevnt sett nærmere på Melding om avtaleinngåelse, samt Selskapets redegjørelse og oversendt dokumentasjon i anledning saken. Slik vi forstår Selskapet, vurderte man at kontraktsinngåelsen ikke var å regne som innsideinformasjon, blant annet da det var en ordinær avtale i kjernen av Selskapets virksomhet, inngått på markedsmessig vilkår, og i tråd med hva markedet hadde grunn til å forvente. Oslo Børs kan imidlertid ikke se å ha mottatt noe skriftlig dokumentasjon på at Selskapet løpende har vurdert hvorvidt det forelå innsideinformasjon. Børsen stiller i den forbindelse spørsmål ved Selskapets rutiner med hensyn til skriftlig dokumentering der slike vurderinger gjøres.

Basert på redegjørelsen vi har mottatt fra Selskapet og korrespondanse med Selskapet i anledning saken, kan det fremstå som at Selskapet har vurdert at avtaleinngåelser, på generelt grunnlag, ikke utgjør innsideinformasjon så fremt avtalen er på markedsmessige vilkår, og at innsideinformasjon uansett først vil foreligge etter at styregodkjennelse er på plass. Dersom Selskapet har tatt et slikt generelt standpunkt, kan det fremstå som at Selskapet ikke har et tilstrekkelig bevisst forhold til definisjonen av innsideinformasjon og kravet «presise opplysninger», herunder at de konkrete vilkårene under definisjonen må vurderes konkret i hvert tilfelle.

MAR artikkel 7 nr. 2 inneholder en presisering av vurderingen av innsideinformasjon i prosesser bestående av flere trinn som har til formål å frembringe eller som resulterer i en bestemt hendelse. Det følger av bestemmelsen at både de fremtidige omstendighetene eller den fremtidige hendelsen, og de mellomliggende trinnene i prosessen, kan anses som presise opplysninger. I slike situasjoner er det derfor *særlig* viktig at utsteder har et bevisst forhold til reglene om innsideinformasjon, og løpende vurderer om man er kommet til et trinn i prosessen som medfører at informasjonen er å regne som innsideinformasjon.

Foreliggende sak gjelder en forholdsvis stor kontrakt med en varighet på 18 måneder tilknyttet ett av Selskapets to skip. Selv om avtalen ble inngått på markedsmessige vilkår, ville inngåelse av avtalen medføre at begge skipene som Selskapet eide nå ville gå på langsiktige kontrakter. Dette ville resultere i at man var sikret inntjening i en periode fremover, herunder at det ikke ville være noen form for usikkerhet rundt inntjeningen i Selskapet, hvilket Selskapet også selv har fremhevet i Melding om avtaleinngåelse og korrespondansen med børsen. Det fremheves i den forbindelse at Selskapet i Melding om avtaleinngåelse viste til at avtalen var estimert til å bidra med en EBITDA på omkring USD 73 millioner i kontraktperioden, tilsvarende ca. NOK 730 millioner. Til sammenligning var markedsverdien i Selskapet før Melding om avtaleinngåelse ble publisert på NOK 967 millioner.

Vi bemerker også at partene var enige om de vesentlige punkter allerede 31. oktober 2022, og at avtalen ble satt på subjects påfølgende dag 1. november, med planlagt varighet frem til 25. november. Plassering på subjects innebar at skipet ville holdes eksklusivt kommittert til avtaleparten i 3 ½ uke. Laycan / planlagt levering av skipet var i tidsrommet 19. januar 2023-24. februar 2023, og den pågående seksmånederskontrakten ville utløpe i samme periode. Man ville derfor hatt kort tid på å finne en eventuell ny kontraktspart før januar/februar 2023. Å akseptere risikoen med eksklusivitet i 3 ½ uke så tett opp mot utløpet av den pågående seksmånederskontrakten, tilsier etter Oslo Børs' syn at Selskapet hadde tiltro til at den langsiktige avtalen ville bli signert.

Slik Oslo Børs forstår saken, var det således flere konkrete elementer i forbindelse med avtaleinngåelsen som kunne tilsa at informasjonen kunne regnes som innsideinformasjon, selv om avtalen ble inngått på ordinære vilkår. Disse forholdene utgjorde presise opplysninger som det er naturlig at man løpende vurderer om enten hver for seg eller samlet utgjør innsideinformasjon. Det er motsetningsvis da ikke i tråd med forpliktelsen etter MAR artikkel 17 nr. 1 å lene seg på et generelt standpunkt om at avtaleinngåelser på markedsmessige vilkår ikke er å regne som innsideinformasjon. En presumsjon om at presise opplysninger først kan anses å foreligge etter at styregodkjennelse er på plass, er heller ikke i tråd med forpliktelsen etter MAR. Vurderingen av hvorvidt det foreligger innsideinformasjon skal være konkret og gjøres ut ifra det enkelte tilfellet.

Oslo Børs stiller også spørsmål ved at Selskapet den 4. november på eget initiativ ringte inn til børsen for å informere om rykter i markedet og samtidig informerte om at man ville holde børsen oppdatert dersom man kom så langt i prosessen at informasjonen ble vurdert til å utgjøre innsideinformasjon, for deretter ikke å kontakte børsen før publisering av Melding om avtaleinngåelse. Det ville vært naturlig at Selskapet holdt børsen oppdatert, selv om man landet på at informasjonen ikke utgjorde innsideinformasjon, når man tidligere hadde informert børsen om kontraktsforhandlingene og den forestående prosessen.

4.2 Kategorisering av børsmelding

Oslo Børs ønsker videre å knytte en kommentar til Selskapets kategorisering av Melding om avtaleinngåelse. Oslo Børs merker seg at meldingen ble kategorisert som «*insideinformasjon*». Dette til tross for at Selskapet har opplyst om at man ikke anså inngåelse av avtale om utleie av Wilforce-skipet for å utgjøre insideinformasjon. Melding om avtaleinngåelse innfridde for øvrig ikke innholdskravene til melding om insideinformasjon (herav at det fremgår av meldingen at informasjonen utgjør insideinformasjon i henhold til MAR, at informasjonen er underlagt kravene til offentliggjøring jf. verdipapirhandelloven § 5-12, navn og rolle på den som har publisert børsmeldingen og dato og tidspunkt for offentliggjøring av meldingen jf. Kommisjonsforordning (EU) 2016/1055)).

Oslo Børs stiller spørsmål ved om Selskapet har et tilstrekkelig bevisst forhold til reglene om offentliggjøring av insideinformasjon og kategorisering av børsmeldinger, når meldingen kategoriseres som insideinformasjon samtidig som Selskapet har vært veldig klar på at man aldri anså informasjonen for å utgjøre insideinformasjon. Oslo Børs understreker viktigheten av korrekt kategorisering av børsmeldinger, for slik å sikre at markedet blir tilstrekkelig opplyst.

Børsen har utarbeidet en veiledning for meldingskategorier, som er tilgjengelig i NewsPoint under hjelp – Kategoriveiledning. Det bes om at Selskapet setter seg nøye inn i denne for å sikre at børsmeldinger blir kategorisert korrekt ved fremtidige forhold.

5. Avsluttende bemerkninger

Som det fremgår ovenfor har Oslo Børs valgt å ikke overprøve Selskapets vurdering av om kontraktinngåelsen vedrørende utleie av ett av Selskapets to skip utgjorde insideinformasjon. Børsen har imidlertid valgt å knytte enkelte merknader til Selskapets informasjonshåndtering, hensett til at det kan virke som at Selskapet ikke har tilstrekkelig gode rutiner for å håndtere og vurdere konkret om og når det foreligger insideinformasjon. Vi gjør i den forbindelse oppmerksom på at vi på våre nettsider har et digitalt kurs som gir introduksjon til løpende forpliktelser for børsnoteerte selskaper. Vi oppfordrer sterkt til at relevante ansatte i Selskapet tar dette kurset. Kurset og presentasjon finner dere her: [Kurs og seminarer | euronext.com](https://www.euronext.com/et/learn/courses).

Oslo Børs forbeholder seg retten til å gjøre dette brevet offentlig tilgjengelig på børsens hjemmeside på samme grunnlag som andre beslutninger og uttalelser til veiledning for markedsaktørene.

3.2.11 [REDACTED] – Veiledning regelverk innsidelister, forsiktighetslister og liste over primærinnsidere – hhv. 16.08.2023 og 20.10.2023

Oslo Børs har sendt e-post med veiledning om regelverk til en rekke utstedere. Av slik veiledning er det særlig ønskelig å trekke frem forskjellen på innsidelister, forsiktighetslister og primærinnsideregister. Nedenstående veiledning inneholder utdrag av veiledning fra to ulike e-poster sendt fra Oslo Børs til utstedere.

Liste over primærinnsidere

Vi ønsker for ordens skyld å presisere at innsidelister og liste over primærinnsidere er to forskjellige ting. Vi viser til Oslo Børs Regelbok Del II punkt 2.6 og Euronext Growth Oslo Regelbok II punkt 3.5 «Primærinnsideregister»:

Utsteder skal uten ugrunnet opphold sende Oslo Børs en oppdatert oversikt over Utstедers primærinnsidere og deres nærstående personer i henhold til MAR artikkel 3 nr. 1 (25) og (26), jf. verdipapirforskriften § 3-3.

Utsteder skal utarbeide en liste over alle primærinnsidere (personer med ledelsesansvar) og deres nærstående personer og sende listen til Oslo Børs, jf. MAR artikkel 19 nr. 5 og verdipapirforskriften § 3-3. Slike personer må føres på listen uavhengig av eventuell beholdning av finansielle instrumenter i utsteder. Slik liste skal oppdateres løpende uavhengig av om det foreligger innsideinformasjon.

Nærmere informasjon om innhold mv. fremgår av Oslo Børs Regelbok Del II punkt 2.6 og Euronext Growth Oslo Regelbok II punkt 3.5.

Innsidelister vs. prosjektlisteforsiktighetslister

Vi viser til Oslo Regelbok Del II punkt 4.2.1.3 og Euronext Growth Oslo Regelbok II punkt 9.4.3 «Innsidelister»:

Utsteder skal sørge for at det føres en liste over personer som gis tilgang til innsideinformasjon i samsvar med MAR artikkel 18 og kommisjonsforordning 2016/347.

Når et selskap vurderer noe som innsideinformasjon og beslutter å utsette offentliggjoringen av slik innsideinformasjon, skal utsteder føre innsidelister. Innholdskravene følger av MAR artikkel 18 nr. 3 og kommisjonsforordning 2016/347. Et av disse innholdskravene er at listen omfatter datoen da innsidelisten ble utarbeidet, jf. MAR artikkel 18 nr. 3 d).

Det er ikke noe krav om å opprette eventuelle forsiktighetslister eller sensitivitetslister før man anser noe som innsideinformasjon, men dersom man gjør det og senere oppretter innsideliste, er det viktig at innsidelisten opprettes separat og viser datoen for opprettelsen av innsidelisten (og ikke forsiktighetslisten). I den forbindelse ønsker vi å fremheve viktigheten av å gjøre løpende, konkrete og grundige vurderinger av hvorvidt det foreligger innsideinformasjon i hver enkelt sak.

Innsideinformasjon og utsatt offentliggjoring av innsideinformasjon

Innsideinformasjon er i MAR artikkel 7 definert som «presise opplysninger som ikke er blitt offentliggjort, som direkte eller indirekte vedrører en eller flere utsteder eller ett eller flere finansielle instrumenter, og som er egnet til å påvirke kursen på disse finansielle instrumentene eller kursen på tilknyttede finansielle derivater merkbart dersom de blir offentliggjort.»

Videre er det definert at opplysninger skal anses presise «dersom de indikerer at en eller flere omstendigheter foreligger, eller at det er rimelig å forvente at de kan komme til å foreligge, eller en hendelse som har inntruffet, eller som det er rimelig å forvente at kan komme til å inntreffe, dersom disse opplysningene er tilstrekkelig spesifikke til at det kan trekkes en slutning om den mulige påvirkningen disse omstendighetene eller denne hendelsen kan ha på kursene på de finansielle instrumentene (...)». Når det gjelder en prosess bestående av flere trinn som har til formål å frambringe eller som resulterer i bestemte omstendigheter eller en bestemt hendelse, presiseres det i MAR artikkel 7 nr. 2 annen setning at både de framtidige omstendighetene eller den framtidige hendelsen, og de mellomliggende trinnene i prosessen, kan anses som presise opplysninger.

Vilkårene i definisjonen av innsideinformasjon er nærmere beskrevet i Oslo Regelbok Del II punkt 4.2.1 og Euronext Growth Oslo Regelbok II punkt 3.9.

Vilkårene for utsatt offentliggjøring følger av MAR artikkel 17 nr. 4. Av denne følger at utsteder på eget ansvar kan utsette offentliggjøring av innsideinformasjon, forutsatt at følgende vilkår er oppfylt: a) Umiddelbar offentliggjøring er egnet til å skade de legitime interessene til utstederen, b) Utsatt offentliggjøring er ikke egnet til å villede allmennheten, og c) utstederen er i stand til å sikre at opplysningene forblir konfidensielle.

Vilkårene er nærmere beskrevet i Oslo Børs Regelbok Del II punkt 4.2.1.2 og Euronext Growth Oslo Regelbok II punkt 3.9.2.

Melding om at man har besluttet utsatt offentliggjøring av innsideinfo skal rettes til børsens avdeling for Markedsovervåking. Meldingen skal gis per telefon på 22 34 19 11 (samtalene blir lagret). Der beslutning om utsatt offentliggjøring oppstår utenfor børsens åpningstid vil det være tilstrekkelig at børsen orienteres før børsåpning påfølgende handelsdag. Dette gir Oslo Børs anledning til å intensivere overvåkingen av det relevante finansielle instrumentet og kunne anvende virkemidler i kursnotering som suspensjon hvis det er grunn til å tro at noen i markedet er kjent med innsideinformasjonen.

3.2.12 Univid ASA (tidl. DLTx ASA) – kommentarer til selskapets løpende informasjonsplikt mv., 24.08.2023

Saken gjelder blant annet viktigheten av at utstedere har et bevisst forhold til definisjonen av «innsideinformasjon» og «presise opplysninger» for å vurdere om noe utgjør innsideinformasjon, samt viktigheten av å formulere børsmeldinger transparent og tydelig. Saken har også uttalelser knyttet til kompetansekrav og kontrollrutiner med hensyn til finansiell rapportering, samt offentliggjøring av urevidert Q4-rapport uten tilstrekkelig bevis for oppførte verdier.

1. Introduksjon og oppsummering

Det vises til følgende børsmeldinger fra Univid ASA (tidligere DLTx ASA) («**Selskapet**»):

- Børsmelding av 13. mars 2023 kl. 07:38 vedrørende terminering av avtale («**Børsmeldingen om avtaleterminering**»)
- Børsmelding av 8. april 2023 kl. 22:30 vedrørende salg av virksomhet og exit fra Filecoin og blockchain-segmentet («**Børsmeldingen om exit**»)
- Børsmelding av 19. april 2023 kl. 21:13 vedrørende feil i Q4-rapporten for 2022 og behov for å utstede ny Q4-rapport («**Børsmeldingen om feil i Q4-rapporten**»)

(samlet «**Børsmeldingene**»).

Som ledd i børsens oppfølging av løpende informasjonsplikt for selskaper tatt opp til handel, har avdeling for Markedsovervåking ved Oslo Børs sett nærmere på informasjonen i Børsmeldingene. Oslo Børs har under tvil valgt å ikke overprøve Selskapets vurderinger, men ønsker likevel å knytte noen kommentarer til vurderingen av hvorvidt det foreligger innsideinformasjon, jf. Oslo Børs Regelbok Del II («**Regelbok II**») punkt 4.2.1.1 jf. Markedsmisbruksforordningen («**MAR**») artikkel 17 nr. 1. Videre ønsker vi å knytte noen kommentarer til Selskapets formuleringer i Børsmeldingen om exit, samt Selskapets kontrollrutiner.

2. Rettslig grunnlag

I henhold til Regelbok II punkt 4.2.1.1 jf. MAR artikkel 17 nr. 1 skal utsteder så snart som mulig offentliggjøre innsideinformasjon som direkte vedrører utstederen. I henhold til MAR artikkel 7 nr. 1 a) utgjør innsideinformasjon:

«Presise opplysninger som ikke er blitt offentliggjort, som direkte eller indirekte vedrører en eller flere utstedere eller ett eller flere finansielle instrumenter, og som er egnet til å påvirke kursen på disse finansielle instrumentene eller kursen på tilknyttede finansielle derivater merkbart dersom de blir offentliggjort.»

Videre følger det av MAR artikkel 7 nr. 2 at informasjonen skal anses å være presis dersom:

«de indikerer at en eller flere omstendigheter foreligger, eller at det er rimelig å forvente at de kan komme til å foreligge, eller en hendelse som har inntruffet, eller som det er rimelig å forvente at kan komme til å inntreffe, dersom disse opplysningene er tilstrekkelig spesifikke til at det kan trekkes en slutning om den mulige påvirkningen disse omstendighetene eller denne hendelsen kan ha på kursene på de finansielle instrumentene (...).»

3. Faktiske omstendigheter

3.1 Børsmeldingen om avtaleterminering

Den 1. mars 2023 kl. 22:42 mottok Selskapet et varsel om avtalebrudd fra sin avtalepart Blockchain Moon Acquisition Corp. («BMAC»). Avtalen var en «business combination agreement», hvoretter Selskapet skulle overdra den operative virksomheten i USA samt annen blockchain/Web3-virksomhet til BMAC med oppgjør i aksjer i BMAC. Avtalen skulle sikre finansiering for betydelig ekspansjon av den nevnte virksomheten i perioden frem til gjennomføring av transaksjonen.

Varselet beskrev en rekke forhold som BMAC mente utgjorde forsettlig avtalebrudd fra Selskapets side. Det var deretter telefonkontakt mellom mottaker og styreleder, samt kontakt mellom styreleder og Selskapets amerikanske advokater. Selskapet har opplyst at de amerikanske advokatenes første vurdering blant annet var at varselets påstander ikke var nok til å konstituere avtalebrudd eller erstatningsansvar. Det ble satt opp et møte mellom styret, ledelsen og de amerikanske advokatene påfølgende dag.

Den 2. mars 2023 kl. 15:30-17:30 ble det nevnte møtet avholdt som videokonferanse. I dette møtet skal Selskapet ha blitt informert om at det mest sannsynlig ikke forelå avtalebrudd, men at det var omstendigheter hos begge avtaleparter som kunne reise spørsmål om avtalebrudd. Man ble også gjort oppmerksom på at en rettslig prosess i USA ville kunne bli svært kostbar. Basert på dette, og senere dialog samme ettermiddag/kveld med Selskapets norske advokat, vurderte Selskapets daglige leder varselet som innsideinformasjon. I denne vurderingen ble det vektlagt at avtalebrudd ikke kunne utelukkes, at en eventuell prosess i USA ville kunne bli svært kostbar, at avtalen var svært sentral for Selskapet, og at det ikke kunne utelukkes at BMAC ønsket å heve avtalen.

Selskapet kontaktet Markedsovervåking ved Oslo Børs per telefon 3. mars 2023 før børsåpning for å varsle underhånden om at Selskapet hadde besluttet utsatt offentliggjøring av mottaket av varselet.

I perioden etter dette skal det ha vært dialog mellom Selskapet og BMAC for å finne en løsning på situasjonen, men den 12. mars 2023 vurderte Selskapet at dialogen ikke ledet frem til noe, og forberedte børs melding om mottak av varsel om avtalebrudd for publisering 13. mars før børsåpning.

Natt til 13. mars 2023 mottok Selskapet varsel om avtaleterminering. Selskapet publiserte så den 13. mars 2023 Børsmeldingen om avtaleterminering. Oslo Børs observerte en vesentlig økning i volum i handelen samt en vesentlig kursnedgang i Selskapets aksjer etter publisering av Børsmeldingen om avtaleterminering. Sluttkursen var ned 41,57 % sammenlignet med sluttkursen handelsdagen før. På det laveste var kursen ned 47,45 %.

3.2 Børsmeldingen om exit

Selskapet har opplyst at man som følge av at avtalen med BMAC ble terminert måtte forholde seg til en ny virksomhet hvor Selskapet måtte finansiere hele konsernet, og ikke bare den norske delen av konsernet. Den amerikanske ledergruppen signaliserte at det ville være nødvendig med finansiering i størrelsesordenen USD 8-9 millioner for å finansiere den amerikanske virksomheten. På bakgrunn av signaler fra en kreditor av datterselskapene, samt at man ikke hadde lyktes med å sikre ny kapital, skal konsernledelsen ha vurdert det best å foreta et salg av den operative virksomheten i USA. Det ble derfor startet dialog med den amerikanske ledelsen om salg av virksomheten til dem. Konsernledelsen skal ha vurdert det som attraktivt ettersom kjøper da også ville overta arbeidsgiveransvar for medarbeiderne i den amerikanske virksomheten, samt redusere risikoen for eventuell konkurssituasjon underlagt amerikansk jurisdiksjon. Man vurderte derfor at dette var i aksjonærenes interesse.

Selskapet kontaktet Oslo Børs per telefon den 4. april 2023 rundt kl. 11:45 for å varsle om at man hadde besluttet utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon. Forholdet gjaldt at man var i prosess med å selge sin amerikanske virksomhet til den amerikanske ledelsen.

Selskapet publiserte deretter Børsmeldingen om exit den 8. april 2023. Av denne fremkom det at Selskapet og dets datterselskaper hadde inngått og gjennomført avtale om å selge alle sine utenlandske, operasjonelle datterselskaper, inkludert interessen i «Filecoin cloud storage partnerships Storify and Helix». Kjøper var oppgitt å være et selskap kontrollert av daværende styreleder i Selskapet, James Haft, Selskapets CSO David Johnston og tidligere konsulent for Selskapet, Jacob Farber. Oppgjør ble angitt å ha skjedd ved at kjøper overtok ansvar for ca. USD 25 millioner av utestående gjeld i selskapene som ble solgt, samt ved utstedelse av en selgerkreditt på USD 3 millioner som skulle gjøres opp innen 31. desember 2028.

I senere dialog kom det frem at oppgjøret ikke inneholdt en selgerkreditt. I henhold til avtalen ble datterselskapene/den amerikanske virksomheten solgt for USD 1. I stedet for selgerkreditt, var realiteten at Selskapets fordringer på de overdratte datterselskapene skulle fortsette å bestå som fordringer på slike selskaper, herunder USD 3 257 281 (slikt beløp ble senere nedskrevet til USD 325 728 i forbindelse med arbeidet med årsrapporten, etter dialog med revisor om de utfordrende utsiktene i datterselskapene og utsiktene til at lånene ville bli tilbakebetalt). Datterselskapenes eksterne gjeld på ca. USD 25 millioner (bokført til pålydende) besto også.

Oslo Børs observerte en vesentlig økning i volum i handelen samt en vesentlig kursnedgang i Selskapets aksjer etter publisering av Børsmeldingen om exit. Sluttkursen var ned 36,22 % sammenlignet med sluttkursen handelsdagen før. Den fortsatte ytterligere 6,85 % ned påfølgende handelsdag. På det laveste var den ned 40,79 %.

3.3 Børsmeldingen om feil i Q4-rapporten

Selskapet publiserte Q4-rapporten for 2022 den 27. februar 2023. Denne viste seg å inneholde uriktigheter grunnet manglende bokføring, samt informasjon som senere ikke lenger var treffende grunnet hendelser som inntraff etter siste balansedato. Forholdene var som følger:

1. Manglende bokføring av kostnadsforpliktelse på USD 3,8 millioner, herunder forpliktelse til å utstede vederlagsaksjer som oppgjør i forbindelse med Selskapets oppkjøp av DSM Enterprises den 12. mars 2022, altså året før;
2. Påløpte, aktiverte kostnader på USD 1,3 millioner i forbindelse med BMAC-transaksjonen måtte føres ut av balansen og inn i resultatregnskapet som følge av avtaletermineringen 13. mars 2023, som omtalt i Børsmeldingen om avtaletermineringen under punkt 3.1 over;
3. Nedskrivning av Selskapets investeringsportefølje med ca. USD 7,5 millioner, herunder:
 - a. Selskapets investering i BMAC som følge av avtaletermineringen 13. mars 2023;
 - b. Selskapets investering i Rhodium Enterprises fordi slikt selskap den 13. mars 2023 meldte forsinkelse av en fusjon som skulle ta selskapet på børs;
 - c. Selskapets investering i Silicon Valley Blockchain Society fordi Selskapet den 29. mars 2023 mottok en oppdatert «Statement of account» som viste en lavere verdi av investeringen.

Selskapet har opplyst at man 11. april 2023 mottok første utkast til årsregnskap fra regnskapsfører, og at man den 17. april mottok nytt utkast til årsregnskap samt informasjon om at Q4-rapporten burde oppdateres og offentliggjøres sammen med årsrapporten. På denne datoen ringte Selskapet Oslo Børs for å informere om at man ville komme med en børsmelding om at Q4-rapporten måtte oppdateres. Dette ville man komme med når man hadde fått sett nærmere på tallmaterialet. Til spørsmål om innsideliste var opprettet kom det frem at man ikke enda anså det som innsideinformasjon. Selskapet ble informert om at det er Selskapet som må vurdere det, og ble gjort oppmerksom på at det i ettertid kan bli stilt spørsmål ved vurderingen. Selskapet ringte med en oppdatering den 19. april. Av forsiktighetshensyn valgte Selskapet senere på dagen å klassifisere forholdet om at Q4-rapporten inneholdt feil som innsideinformasjon. Etter en ny samtale med Oslo Børs besluttet Selskapet å offentliggjøre forholdet i Børsmeldingen om feil i Q4-rapporten samme dag. Her beskrev man overordnet de nødvendige oppdateringene. Det fremkom også at man estimerte at effekten av endringene ville være et tap før skatt på USD 27 millioner i stedet for USD 14,1 millioner, og en egenkapital på ca. USD 4 millioner i stedet for USD 14,1 millioner.

Selskapet har i ettertid opplyst at man ikke vurderte feilene i Q4-rapporten som innsideinformasjon fordi man mente at forholdene som begrunnet endring av Q4-rapporten i hovedsak var offentlig kjent, og at andre endringer var av liten praktisk betydning for verdsettelsen av Selskapet. Blant annet viser Selskapet til at Q4-rapporten hadde liten betydning for verdsettelsen av Selskapet etter at Selskapet solgte den amerikanske virksomheten.

Børsmeldingen om feil i Q4-rapporten ble publisert på kvelden 19. april. Handelsdagen etter var sluttkursen i aksjen ned 5,16 % sammenlignet med sluttkursen handelsdagen før. Deretter var sluttkursen ned henholdsvis 4,05 %, 2,78 % og 4,91 % de påfølgende dagene. I denne perioden, i løpet av 24. april, var kursen ned 23,16 % på det laveste sammenlignet med sluttkursen 19. april.

4. Oslo Børs' kommentarer

4.1. Børsmeldingen om avtaleterminering

Oslo Børs har som nevnt under tvil valgt å ikke overprøve Selskapets vurderinger av om eller når det forelå innsideinformasjon i denne saken, men vi ønsker likevel å knytte noen kommentarer til Selskapets plikt til løpende å vurdere om det foreligger innsideinformasjon. Vi har gjennomgått redegjørelsen og dokumentene oversendt fra Selskapet til Oslo Børs.

Selskapet mottok som nevnt et varsel fra BMAC om avtalebrudd datert 1. mars 2023 kl. 22:42. Selskapet har angitt at man natt til 2. mars snakket med Selskapets amerikanske advokat, og at dennes første vurdering blant annet var at varselets påstander ikke var nok til å utgjøre avtalebrudd eller erstatningsansvar. Selskapet har videre angitt at de hadde behov for å snakke ytterligere med de amerikanske advokatene og egne ressurser i USA for å vurdere holdbarheten i påstandene som ble fremsatt i varselet, og implikasjonen av disse, herunder om det forelå avtalebrudd og hva konsekvensen av avtalebrudd ville være. Selskapet har opplyst at de ikke hadde tilstrekkelig informasjon til å vurdere om det forelå innsideinformasjon uten en overordnet forståelse av forannevnte forhold. Av denne anførselen og korrespondansen med Selskapet fremstår det uklart for Oslo Børs om Selskapet vurderte at det ikke var innsideinformasjon basert på forståelsen man hadde av situasjonen på det tidspunktet, herunder i lys av advokatens umiddelbare vurdering, eller om Selskapet lot være å foreta vurderingen opp mot definisjonen av innsideinformasjon fordi man ikke hadde nok informasjon.

Oslo Børs har forståelse for at et selskap tillegger sin advokats umiddelbare vurdering betydning, og at man kan ha behov for å diskutere et varsel om avtalebrudd ytterligere med advokater for å vurdere holdbarhet og konsekvenser. I foreliggende sak gjaldt imidlertid varselet en avtale som Selskapet selv har beskrevet som svært sentral for Selskapet, og varselet påpekte fem forskjellige forhold som avtaleparten anså som forsettlige og vesentlige avtalebrudd. Den senere avtalehevingen skal ifølge Selskapet har vært bakgrunnen for at man igangsatte prosessen som ledet til Børsmeldingen om exit, og bakgrunnen for nedskrivning av investeringspost relatert til BMAC og flytting av aktiverte kostnader fra balansen til resultatregnskapet i Q4-rapporten. Dette underbygger viktigheten av avtalen. I lys av avtalens viktighet for Selskapet, ordlyden i varselet om forsettlighet og vesentlighet, og antall påpekte forhold, stiller Oslo Børs spørsmål ved Selskapets anførsel om at man ikke hadde tilstrekkelig informasjon til å vurdere om det forelå innsideinformasjon. Dette gjelder uansett om Selskapet med anførselen mener at man vurderte at det ikke var innsideinformasjon eller om man lot være å foreta vurderingen fordi man mente at man ikke hadde nok informasjon. Uavhengig av om man kunne fastslå hvorvidt det var hold i påstandene fra BMAC, og hva de eksakte konsekvensene ville bli, tilsa varselet at man var i en konflikt om en vesentlig avtale for Selskapet. Det vises i den forbindelse til definisjonen av «presise opplysninger» som ikke krever at en bestemt hendelse faktisk har inntruffet eller at en omstendighet har en sikker konsekvens. Avtalens viktighet for Selskapet tilsier videre at det var behov for en grundig vurdering av om det forelå innsideinformasjon, og mye taler for at en slik vurdering burde vært dokumentert. Det foreligger ingen skriftlig dokumentasjon på at Selskapet løpende har vurdert hvorvidt det forelå innsideinformasjon, og heller ingen

skriftlig dokumentasjon fra korrespondanse med Selskapets amerikanske advokat. Oslo Børs vurderer dette i seg selv som svært uheldig.

Videre har Selskapet opplyst at BMACs advokater ikke vurderte forholdet som innsideinformasjon. Til dette ønsker Oslo Børs å bemerke at avtaleparten og dennes advokaters vurdering av et forhold er irrelevant for vurdering av om noe utgjør innsideinformasjon for Selskapet. Det er Selskapets selvstendige ansvar å foreta vurderingen, og slik vurdering skal gjøres ut ifra Selskapets situasjon og perspektiv. Hva som utgjør innsideinformasjon for Selskapet behøver ikke nødvendigvis å utgjøre innsideinformasjon for avtaleparten.

I lys av det ovennevnte vil Oslo Børs understreke viktigheten av at utstedere har et bevisst forhold til reglene om innsideinformasjon, inkludert definisjonen av «innsideinformasjon» og «presise opplysninger», samt sørger for å ha på plass rutiner og prosedyrer som sikrer at forpliktelsene følges opp og overholdes. Utstedere bør videre skriftlig dokumentere de løpende vurderingene som gjøres med hensyn til om noe utgjør innsideinformasjon.

4.2. Børsmeldingen om exit

Oslo Børs ønsker også knytte noen kommentarer til Selskapets formuleringer og transparens i Børsmeldingen om exit, hvor Selskapet annonserte at man hadde solgt flere datterselskaper og med det trakk seg ut av Filecoin og blockchain-segmentet.

Av Børsmeldingen om exit fremkom det ikke at kjøpesummen i transaksjonen var USD 1. Selskapet har opplyst at kjøpesummen ikke ble ansett relevant å innta i børsmeldingen, og viser i den forbindelse til allmennaksjeloven § 3-11 og at det ikke var en vesentlig avtale ettersom kjøpesummen var mindre enn 2,5 % av konsolidert balansesum i siste godkjente årsregnskap.

Allmennaksjeloven § 3-11 (1) angir at en vesentlig avtale er en avtale der «selskapets ytelse på tidspunktet for inngåelse av avtalen har en virkelig verdi som er større enn 2,5 % av balansesummen i selskapets sist godkjente årsregnskap». Det er altså virkelig verdi av Selskapets ytelse som er av betydning, ikke hvilken kjøpesum som er satt av Selskapet og kjøper. Slik kjøpesum er ikke nødvendigvis samsvarende med virkelig verdi. Vurderingen blir da om virkelig verdi av virksomheten som ble solgt var større enn 2,5 % av balansesummen, altså summen av eiendeler uavhengig av gjeld og egenkapital. Det vises i den forbindelse til Selskapets redegjørelse for fortsatt notering datert 17. april 2023, ca. en uke etter transaksjonen. Der skrev Selskapet at virksomheten som ble overdratt utgjorde en betydelig del av Selskapets eiendeler, at de gjenværende eiendelene på Selskapets balanse dermed ville være begrenset, og at transaksjonen derfor var forventet å utgjøre en endring av mer enn 50 % av Selskapets eiendeler basert på Selskapets årsrapport for 2021 og YE 2022 rapportert i Q4-rapporten for 2022, og sannsynligvis ville ha lignende effekt på inntekter og årsresultater. Oslo Børs finner det ikke nødvendig for dette brevetts formål å fastslå eksakt virkelig verdi av den overdratte virksomheten, men understreker at Oslo Børs vurderer at det var svært relevant å inkludere kjøpesummen i Børsmeldingen om exit, både med hensyn til transparens og fra et likebehandlingsperspektiv. I denne forbindelse vises det også til at kjøper var et selskap kontrollert av blant annet daværende styreleder i Selskapet.

Av Børsmeldingen om exit fremkom det at oppgjør i transaksjonen besto av at kjøper overtok ansvar for ca. USD 25 millioner av utestående gjeld i selskapene som ble solgt, samt en selgerkreditt på ca. USD 3 millioner som skulle gjøres opp innen 31. desember 2028. Som nevnt under punkt 3.2 fremkom det imidlertid senere at det aldri var tale om en selgerkreditt. Til dette har Selskapet anført at det ikke finnes noen legaldefinisjon på hva selgerkreditt er, men erkjenner at et annet ordvalg kunne ha vært bedre. Oslo Børs

vurderer det som positivt at Selskapet erkjenner dette, men ønsker også å påpeke at «selgerkreditt» er et etablert begrep i transaksjonsøyemed. I lys av at begrepet ble brukt for å beskrive et oppgjør i en transaksjon, og at det ble angitt at kreditten på USD 3 millioner skulle gjøres opp innen en bestemt dato, vurderer Oslo Børs at ordvalget helt klart indikerer en selgerkreditt i ordinær forstand; utstedelse av kreditt pålydende kjøpesummen, gjerne i form av et gjeldsbrev, med kjøper som debitor og selger som kreditor, til forfall på et senere tidspunkt. Det kan derfor stilles spørsmål ved om ordvalget var bevisst for å fremstille transaksjonen i et bedre lys. I denne forbindelse kan det vises til at ulike formuleringer ble brukt for å presentere videreføring av henholdsvis ekstern gjeld og intern gjeld. For datterselskapenes eksterne gjeld på ca. USD 25 millioner sto det eksplisitt i Børsmelding om exit at kjøper skulle overta ansvar for slik ekstern gjeld, altså som ny eier av datterselskapene hvor den eksterne gjelden skulle videreføres. Da er det påtagelig at man ikke skriver like eksplisitt at den tidligere konserninterne gjelden skal videreføres, og heller benytter begrepet «selgerkreditt». Det fremstår særlig misvisende når man heller ikke angir at kjøpesummen i transaksjonen er USD 1.

Etter Oslo Børs' vurdering er Børsmeldingen om exit formulert på en lite transparent måte og med en ordlyd som enkelt kan misforstås. Oslo Børs finner dette kritikkverdig. Det er viktig at utstedere benytter klare og entydige formuleringer i børsmeldinger for å unngå misforståelser og spredning av villedende informasjon til markedetsaktørene.

4.3. Børsmeldingen om feil i Q4-rapporten

4.3.1. Innsideinformasjon

Selskapet publiserte som nevnt Q4-rapporten for 2022 den 27. februar 2023. Senere, i Børsmeldingen om feil i Q4-rapporten av 19. april, ble uriktigheter og hendelser etter siste balansedato beskrevet overordnet. Per telefon denne datoen opplyste Selskapet til Oslo Børs at man av forsiktighetshensyn hadde klassifisert forholdet som innsideinformasjon. Basert på etterfølgende korrespondanse mellom Selskapet og Oslo Børs, forstår vi det nå dithen at Selskapet ikke vurderte det som innsideinformasjon at Q4-rapporten inneholdt feil. Dette skal være fordi forholdene som begrunnet endring av Q4-rapporten i hovedsak var offentlig kjent. Til dette ønsker Oslo Børs å bemerke at selv om et forhold er offentlig kjent betyr ikke det at konsekvensene og betydningen for Selskapet og dets økonomi er eksplisitt kjent. Det var først på kvelden 19. april ved Børsmeldingen om feil i Q4-rapporten at de regnskapsmessige konsekvensene ble tallfestet med foreløpige estimater.

Termineringen av BMAC-avtalen ble offentliggjort 13. mars 2023, altså før Børsmeldingen om feil i Q4-rapporten ble publisert. Man kan likevel ikke forvente at markedet hadde innsikt i størrelsen på kostnadene som Selskapet måtte dekke selv som følge av avtaletermineringen, eller størrelsen på den nødvendige nedskrivningen av BMAC-investeringen. Det var også forhold av betydning for Q4-rapporten og årsrapporten som ikke var offentliggjort av Selskapet, slik at man i alle fall ikke kunne forvente at markedet skulle forstå at Q4-rapporten ga et misvisende bilde om slike forhold. Det vises i den forbindelse til nedskrivningen av Selskapets investering i Silicon Valley Blockchain Society som følge av at Selskapet den 29. mars 2023 mottok en oppdatert «Statement of account» som viste en lavere verdi av investeringen. Vi kan heller ikke se at Selskapet selv har publisert informasjon om at noteringen av Rhodium Enterprises var forsinket. Det kan dermed ikke forventes at markedet hadde umiddelbar innsikt i effekten på Selskapets Q4-rapport og årsrapport.

En usteder må løpende vurdere om konsekvenser og økonomisk betydning for selskapet utgjør presise opplysninger som ikke er offentlig kjent og som er egnet til å påvirke aksjekursen. For regnskapsinformasjon er det relevant å vurdere om opplysningene

innebærer at tidligere guiding er feil, eller om de utgjør så store avvik fra det man har grunn til å tro at markedet forventer, slik at informasjonen er egnet til å gi en merkbar kurspåvirkning.

Selskapet har også vist til at andre endringer var av liten praktisk betydning for verdsettelsen av Selskapet. Selskapet har blant annet vist til at Q4-rapporten hadde liten betydning for verdsettelsen av Selskapet etter at Selskapet solgte den amerikanske virksomheten. Uavhengig av dette, og sett i sammenheng med summen av endringer som var nødvendig som følge av at det var flere hendelser etter siste balansedato, vurderer Oslo Børs at det er ryddig å informere markedet presist om det økonomiske bildet slik at markedet i det minste kan prise det gjenværende i Selskapet ut ifra korrekte regnskapsmessige tallstørrelser. Videre viser Selskapet til at manglende bokføring av forpliktelsen til å utstede vederlagsaksjer i forbindelse med oppkjøpet av DSM Enterprises var av liten praktisk betydning ettersom forpliktelsen skulle gjøres opp med aksjer. Til sistnevnte ønsker børsen å bemerke at det uansett er svært uryddig og uheldig å publisere mangelfull Q4-rapport, og viser med det til punkt 4.3.2.

Oppsummert påpeker Oslo Børs at et forhold som er offentlig kjent ikke nødvendigvis betyr at konsekvensene og betydningen for Selskapet og dets økonomi er eksplisitt kjent. Det må løpende foretas en konkret vurdering opp mot vilkårene i definisjonen av innsideinformasjon og presise opplysninger.

4.3.2. Kompetansekrav og kontrollrutiner

Oslo Børs ønsker også å gi noen kommentarer med hensyn til kompetansekrav og kontrollrutiner. Selskapet har opplyst at man først under revisjonen av årsregnskapet for 2022 ble gjort oppmerksom på at hendelser etter siste balansedato måtte inkluderes i årsregnskapet.

Regelbok II punkt 3.1.3.4 (2) og 3.1.3.5 (1) oppstiller kompetansekrav til ledelsen og styret, herunder å oppfylle kravene om korrekt informasjonsgivning og informasjonshåndtering. Dette omfatter også avleggelse av regnskaper i samsvar med gjeldende lover og forskrifter. Det er en forutsetning at særlig CFO og regnskapsavdelingen i et børsnotert selskap har tilstrekkelig kunnskap og kompetanse med hensyn til finansiell rapportering, som f.eks. at hendelser etter siste balansedato må inkluderes i årsregnskapet.

Oslo Børs vurderer det også som uheldig at Selskapet offentliggjorde Q4-rapporten som den var. Det vises i den forbindelse til et brev datert 14. mars 2023 adressert til Selskapet fra Selskapets revisor, hvor det fremkommer at Selskapet ikke hadde overholdt avtalt tidslinje med revisor med hensyn til å levere fullstendig finansiell rapport med tilhørende støttedokumentasjon for regnskapsåret 2022, og at dette var bakgrunnen for at Q4-rapporten ble offentliggjort før noen vesentlig del av revisjonen var ferdigstilt. I samme brev påpekes det forhold som utgjør uriktigheter og mulige uriktigheter som foreløpig var avdekket i revisjonen, herunder blant annet knyttet til manglende kostnad, manglende nedskrivninger og manglende dokumentasjon som bevis for fordring. Det fremkommer også at revisor tidligere har påpekt at Selskapet har manglende kontrollrutiner, og at dette ikke har blitt forbedret. Det kan også vises til revisors årsberetning i Selskapets endelige årsregnskap for 2022, publisert 27. april 2023, hvor det fremkommer at revisor ikke kan konkludere med hensyn til oppført balansepost pålydende USD 14,3 millioner vedrørende eiendom, anlegg og utstyr. I lys av det ovennevnte vurderer Oslo Børs det som svært kritikkverdig at Selskapet offentliggjorde Q4-rapporten datert 27. februar når Selskapet ikke kunne fremlegge tilstrekkelige bevis for alle oppførte verdier. Det er også kritikkverdig at Selskapet ikke har hatt tilstrekkelige kontrollrutiner internt med hensyn til finansiell rapportering.

4.4. Avsluttende merknader

Oslo Børs stiller spørsmål ved Selskapets prosess i forbindelse med vurderinger av om varselet om avtalebrudd fra BMAC utgjorde innsideinformasjon. Dette er særlig i lys av avtalens viktighet for Selskapet, herunder at den endelige avtalehevingen ifølge Selskapet skal ha vært bakgrunnen for at man måtte igangsette prosessen med salg av den amerikanske virksomheten, samt at man måtte gjøre nedskrivninger og endringer i Q4-rapporten og årsregnskapet for 2022. I lys av dette er det etter børsens vurdering også uheldig at vurderingene som ble gjort ikke ble skriftlig dokumentert. Videre er det kritikkverdig at Selskapet i børsmeldingen som beskrev salg av den amerikanske virksomheten var lite transparent og valgte formuleringer som enkelt kan misforstås. Det vises i den forbindelse til Selskapets unnlattelse av å oppgi at kjøpesummen var USD 1 og ved misvisende å beskrive videreføring av gjeld som en selgerkreditt på USD 3 millioner. Oslo Børs stiller også spørsmål ved vurderingene Selskapet har gjort med hensyn til feil i Q4-rapporten for 2022 og hendelser etter siste balansedato, da særlig med hensyn til løpende offentliggjøring av økonomisk konsekvens av feil og senere hendelser. Videre finner Oslo Børs det svært kritikkverdig at opprinnelig Q4-rapport for 2022 ble publisert uten at Selskapet kunne fremlegge tilstrekkelige bevis for alle oppførte verdier, og at Selskapet ikke har hatt tilstrekkelige kontrollrutiner internt med hensyn til finansiell rapportering. Men henblikk på summen av disse forhold kan det stilles spørsmål ved Selskapets evne til å overholde relevante regler som gjelder for børsnoterte selskaper. Oslo Børs har likevel etter en helhetsvurdering besluttet å ikke forfølge saken videre utover dette brevet, men Selskapet gjøres oppmerksom på at forholdene kan ha betydning for reaksjonsform ved eventuelle senere brudd på børsens regelverk.

Oslo Børs forventer at Selskapet har tilstrekkelige rutiner, opplæring for ansatte og et robust organisasjonsoppsett, slik at regulatoriske plikter knyttet til det å være tatt opp til handel på Oslo Børs til enhver tid ivaretas. Det er Selskapets ansvar å overholde regelbøkene for Oslo Børs og MAR. Dette innebærer at Selskapet har et ansvar for å sørge for at ledelsen og relevante personer har tilstrekkelig kompetanse og ressurser til å tilfredsstillere reglene og kravene, samt til å opptre transparent og på en måte som ivaretar markedets integritet. Oslo Børs oppfordrer sterkt til at relevante ansatte i Selskapet gjennomfører kompetansehevende tiltak, f.eks. Oslo Børs' digitale kurs som gir en introduksjon til løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper. Kurset og presentasjon finner dere her: [Kurs og seminarer | euronext.com](https://www.euronext.com/kurs-og-seminarer).

Oslo Børs forbeholder seg retten til å gjøre dette brevet offentlig tilgjengelig på børsens hjemmeside på samme grunnlag som andre beslutninger og uttalelser til veiledning for markedsaktørene.

3.2.13 SoftOx Solutions AS – Vedtak knyttet til overtredelse av løpende informasjonsplikt, 18.09.2023

Overordnet gjelder saken utsteders overtredelse av plikten til å offentliggjøre innsideinformasjon. Saken omhandler temaer som rettidig offentliggjøring av innsideinformasjon etter MAR artikkel 17 nr. 1, jf. artikkel 7, vurdering av vilkårene for utsatt offentliggjøring etter MAR artikkel 17. nr. 4, vurdering av skyld etter forvaltningsloven § 46 (1) samt illeggelse og utmåling av overtredelsesgebyr etter verdipapirhandelloven for overtredelse av MAR.

1. Innledning

Det vises til børsmelding fra SoftOx Solutions AS («**Selskapet**») av 15. februar 2023 kl. 20:28 med Selskapets rapport for Q4 2022 og informasjon om at Selskapet var i en utfordrende likviditetssituasjon («**Børsmeldingen**»). Det vises også til telefonkorrespondanse med Selskapet 13. februar 2023 vedrørende beslutning om utsatt

offentliggjøring av innsideinformasjon, samt korrespondanse med Selskapet i perioden etter publisering av Børsmeldingen.

Saken gjelder spørsmål om Selskapet har opptrådt i strid med Markedsmisbruksforordningen 596/2014 («**MAR**») artikkel 17, jf. artikkel 7 og Euronext Growth Oslo Regelbok Del II («**Regelbok II**») punkt 3.9.1 ved ikke å rettidig offentliggjøre informasjon om Selskapets anstrengte likviditet og om det skal ilegges overtredelsesgebyr, jf. verdipapirhandelloven («**vphl**») § 21-1.

Oslo Børs har delegert myndighet til å føre tilsyn med overholdelsen av utsteders informasjonsplikt om innsideinformasjon, herunder utsatt offentliggjøring, for utstedere på regulert marked og multilateral handelsfasilitet, jf. vphl. § 19-1 (3), jf. verdipapirforskriften § 17-1, og kan ilegge overtredelsesgebyr ved overtredelse av informasjonsplikten, jf. vphl. § 21-1 (5).

2. Rettslig grunnlag

2.1 Innsideinformasjon mv.

I henhold til Regelbok II punkt 3.9.1 jf. MAR artikkel 17 nr. 1 skal utsteder så snart som mulig offentliggjøre innsideinformasjon som direkte vedrører utstederen. I «så snart som mulig» ligger det normalt kun den tid det tar å utforme børsmeldingen om forholdet. Det forutsettes at utstederne har rutiner og prosedyrer som gjør at de kan håndtere informasjonspliktig informasjon overfor markedet når den oppstår.

I henhold til MAR artikkel 7 nr. 1 a) utgjør innsideinformasjon:

«Presise opplysninger som ikke er blitt offentliggjort, som direkte eller indirekte vedrører en eller flere utstedere eller ett eller flere finansielle instrumenter, og som er egnet til å påvirke kursen på disse finansielle instrumentene eller kursen på tilknyttede finansielle derivater merkbart dersom de blir offentliggjort.»

Videre følger det av MAR artikkel 7 nr. 2 at opplysningene skal anses å være presis dersom:

«de indikerer at en eller flere omstendigheter foreligger, eller at det er rimelig å forvente at de kan komme til å foreligge, eller en hendelse som har inntruffet, eller som det er rimelig å forvente at kan komme til å inntreffe, dersom disse opplysningene er tilstrekkelig spesifikke til at det kan trekkes en slutning om den mulige påvirkningen disse omstendighetene eller denne hendelsen kan ha på kursene på de finansielle instrumentene (...).»

2.2 Vilkårene for utsatt offentliggjøring

MAR artikkel 17 nr. 4 åpner opp for at en utsteder, på eget ansvar, kan beslutte å utsette offentliggjøringen av innsideinformasjon, som også inntatt i Regelbok II punkt 3.9.2:

«En utsteder (...) kan på eget ansvar utsette offentliggjøringen av innsideinformasjon, forutsatt at følgende vilkår er oppfylt:

- a) Umiddelbar offentliggjøring er egnet til å skade de legitime interessene til utstederen (...).*
- b) Utsatt offentliggjøring er ikke egnet til å villedde allmennheten.*
- c) Utstederen (...) er i stand til å sikre at opplysningene forblir konfidensielle.»*

ESMA har oppstilt retningslinjer knyttet til vilkårene for utsatt offentliggjøring.³² I retningslinjene avsnitt 8 vedrørende vilkåret i MAR artikkel 17 nr. 4 a), er følgende relevant i foreliggende sak:

«For the purposes of point (a) of Article 17(4) of MAR, the cases where immediate disclosure of the inside information is likely to prejudice the issuers' legitimate interests could include but are not limited to the following circumstances:

a. the issuer is conducting negotiations, where the outcome of such negotiations would likely be jeopardised by immediate public disclosure. Examples of such negotiations may be those related to mergers, acquisitions, splits and spin-offs, purchases or disposals of major assets or branches of corporate activity, restructurings and reorganisations.

b. the financial viability of the issuer is in grave and imminent danger, although not within the scope of the applicable insolvency law, and immediate public disclosure of the inside information would seriously prejudice the interests of existing and potential shareholders by jeopardising the conclusion of the negotiations designed to ensure the financial recovery of the issuer; (...)"

I retningslinjene avsnitt 9 vedrørende vilkåret i MAR artikkel 17 nr. 4 b), er følgende relevant i foreliggende sak:

"For the purposes of point (b) of Article 17(4) of MAR, the situations in which delay of disclosure of inside information is likely to mislead the public includes at least the following circumstances:

a. the inside information whose disclosure the issuer intends to delay is materially different from the previous public announcement of the issuer on the matter to which the inside information refers to; or

b. the inside information whose disclosure the issuer intends to delay regards the fact that the issuer's financial objectives are not likely to be met, where such objectives were previously publicly announced; or

c. the inside information whose disclosure the issuer intends to delay is in contrast with the market's expectations, where such expectations are based on signals that the issuer has previously sent to the market, such as interviews, roadshows or any other type of communication organized by the issuer or with its approval."

2.3 Underhåndenvarsling og Notifikasjon

Dersom utsteder beslutter utsatt offentliggjøring, følger det av Regelbok II punkt 3.9.2 (3) at utsteder uoppfordret og umiddelbart skal gi Oslo Børs melding om forholdet. Dersom utsatt offentliggjøring besluttes utenfor børsens åpningstider, plikter utsteder å informere børsen om beslutningen før børsåpning neste dag.

Videre følger det av Regelbok II punkt 3.9.4, jf. MAR artikkel 17 nr. 4 (3), at utsteder ved offentliggjøring av innsideinformasjon som har vært gjenstand for utsatt offentliggjøring skal sende melding om dette til Oslo Børs («**Notifikasjon**»).

³² [2016-1478 mar guidelines - legitimate interests.pdf \(europa.eu\)](#)

2.4 Skyldkrav

Forvaltningsloven («**fvl.**») § 46 (1) angir at skyldkravet ved illeggelse av administrativ sanksjon overfor et foretak er uaktsomhet med mindre noe annet er bestemt. På bakgrunn av rettspraksis legger Oslo Børs til grunn at det stilles krav om at den eller de som har opptrådt på vegne av foretaket har utvist alminnelig uaktsomhet, og at skyldkravet kan oppfylles ved anonyme eller kumulative feil.

En uaktsomhetsvurdering opp mot informasjonspliktreglene vil etter Oslo Børs' syn bero på en skjønnsmessig helhetsvurdering der vurderingen vil ta utgangspunkt i handlingen til selskapet opp mot hvordan selskapet burde ha handlet. Det vil i den forbindelse ses hen til forutsetningen om at utstedere er organisert på en slik måte at de er i stand til å overholde børsens regelverk, jf. Regelbok II punkt 2.1.4.1 (2) om at utsteder må ha «*tilstrekkelig kompetanse og ressurser til å oppfylle kravene om korrekt informasjonsgivning og -håndtering*». Det vil også ses hen til forutsetningen om at utsteder har rutiner og prosedyrer som gjør at de kan håndtere informasjonspliktig informasjon overfor markedet når den oppstår, jf. børsens veiledning til punkt 3.9.1 om informasjonspliktens innhold når det foreligger innsideinformasjon.

2.5 Overtredelsesgebyr

MAR art. 31 fastsetter at tilsynsmyndigheten skal ta alle relevante omstendigheter i betraktning når typen sanksjon og utmåling av sanksjonen skal besluttes. Vphl. § 21-14 gjennomfører MAR art. 31. i norsk rett. Vphl. § 21-14 angir følgende momenter som kan hensyntas ved avgjørelsen av om en administrativ sanksjon skal ilegges, og ved utmålingen:

- 1) overtredelsens grovhet og varighet,
- 2) graden av skyld hos overtrederen,
- 3) overtredersens finansielle styrke, særlig samlet omsetning eller årsinntekt og eiendeler,
- 4) oppnådd fortjeneste eller unngått tap,
- 5) tap påført tredjepart som følge av overtredelsen,
- 6) vilje til å samarbeide med myndighetene,
- 7) tidligere overtredelser,
- 8) forhold som nevnt i forvaltningsloven § 46 annet ledd,
- 9) andre relevante forhold.

Fvl. § 46 (2) angir følgende momenter som blant annet kan hensyntas ved vurderingen av om et foretak skal ilegges administrativ sanksjon og ved individuell utmåling av sanksjonen:

- a) sanksjonens preventive virkning,
- b) overtredelses grovhet, og om noen som handler på vegne av foretaket, har utvist skyld,
- c) om foretaket ved retningslinjer, instruksjon, opplæring, kontroll eller andre tiltak kunne ha forebygget overtredelsen,
- d) om overtredelsen er begått for å fremme foretakets interesser,
- e) om foretaket har hatt eller kunne oppnådd noen fordel ved overtredelsen,
- f) om det foreligger gjentakelse,
- g) foretakets økonomiske evne,
- h) om andre reaksjoner som følge av lovbruddet blir ilagt foretaket eller noen som har handlet på vegne av det, bl.a. om noen enkeltperson blir ilagt administrativ sanksjon eller straff,

- i) om overenskomst med fremmed stat eller internasjonal organisasjon forutsetter bruk av administrativ foretakssanksjon eller foretaksstraff.

3. Faktiske forhold

3.1 Sakens omstendigheter

3.1.1 *Skriftlig dialog mellom Selskapet og Oslo Børs*

Det har vært skriftlig dialog mellom Selskapet og Oslo Børs i perioden mars til juni 2023 om Børsmeldingen og prosessen som ledet frem til denne. Børsen sendte sitt forhåndsvarsel om overtredelsesgebyr til Selskapet 28. juni 2023, med frist for kontradiksjon etter sommeren 7. august 2023. Selskapet ble innvilget fristutsettelse til 21. august etter anmodning om dette. Tilsvaret ble mottatt rettidig på slik dato. Korrespondansen mellom Oslo Børs og Selskapet har vært per e-post. Enkelte av e-postene inneholder vedlegg, og noe informasjon er sendt i separate e-poster. E-postkorrespondansen er derfor delt opp i flere bilag.

- Bilag 1:** E-postkorrespondanse 2.-20. mars 2023 med vedlegg
- Bilag 2:** E-postkorrespondanse 21. mars-3. april 2023 med vedlegg
- Bilag 3:** E-postkorrespondanse 4. april-15. mai 2023
- Bilag 4:** E-postkorrespondanse 15.-16. mai 2023 med vedlegg
- Bilag 5:** E-postkorrespondanse 23.-25. mai 2023
- Bilag 6:** E-postkorrespondanse 5.-6. juni 2023
- Bilag 7:** E-postkorrespondanse 6.-8. juni 2023
- Bilag 8:** E-post 8. juni 2023
- Bilag 9:** E-post 28. juni 2023
- Bilag 10:** E-postkorrespondanse 28.-29. juni 2023
- Bilag 11:** E-postkorrespondanse 4.-20. august 2023
- Bilag 12:** E-post 21. august 2023

Basert på oversendt informasjon og dokumentasjon legger Oslo Børs til grunn følgende faktiske forhold:

3.1.2 *Proessen rundt EDF-avtalen*

Selskapet annonserte i børsmelding 20. juli 2022 at Selskapets datterselskap SoftOx Defense Solutions AS («**Datterselskapet**») hadde blitt tildelt NOK 97 millioner i tilskudd fra European Defence Fund («**EDF**»), som ville bli allokert på slutten av året og fordelt over tre år.

- Bilag 13:** Børsmelding 20. juli 2022

Av børsmelding 11. oktober 2022 fremgår det implisitt at Selskapet i et kortsiktig perspektiv vil bli tilført opp til NOK 25 millioner av tilskuddet, forutsatt at endelig avtale blir signert.

- Bilag 14:** Børsmelding 11. oktober 2022

Den 9. januar 2023 publiserte Selskapet en børsmelding om at man hadde signert endelig avtale med EDF. Selskapet var internt av den oppfatning at utbetalingen av forskuddet ville skje tidlig i januar 2023 etter signering.

- Bilag 15:** Børsmelding 9. januar 2023

Selskapet mottok en e-post 18. januar 2023 fra ARTTIC, en europeisk tilrettelegger i EDF-prosessen, om at EU hadde anbefalt koordinatoren å implementere konservative tiltak med hensyn til utbetaling av forskuddet. Slik vurdering var basert på en gjennomgang av Datterselskapet og Selskapets finansielle situasjon. Det ble blant annet vist til at Datterselskapet var nylig etablert (stiftet i april 2021), at det var heleid og fullt kontrollert av Selskapet, og at Selskapet hadde over 20 ansatte mens driftsinntektene alltid hadde vært under EUR 1 million hvert år. Det var i denne forbindelse skriftlig og muntlig korrespondanse om en ny plan for utbetalingen, herunder fordeling av det opprinnelige forskuddsbeløpet i flere transjer over en lengre periode. For 2023 var det foreslått fordeling av EUR 843 109 (i underkant av NOK 10 millioner på slikt tidspunkt) i tre transjer. Selskapet foreslo i e-post 27. januar at det samlede beløpet for 2023 heller skulle betales i én betaling på M1 (første prosjektmåned av totalt 42). Den 31. januar fikk Selskapet svar om at dette var til vurdering og at man ville få tilbakemelding i løpet av de neste få dagene. Selskapet sendte så en e-post til ARTTIC 9. februar hvor man skrev at Selskapet vurderte å informere styret og markedet om den forsinkede betalingen, men at man i første omgang ville sjekke status («that this is not in the immediate process, in such case we don't have to submit»). Selskapet mottok så 10. februar kl. 10:38 en e-post fra ARTTIC som kunne tilsi positive nyheter med hensyn til forskuddsbetalingen, herunder at det skulle være et møte denne ettermiddagen og at ARTTIC etter dette ville kunne sende en e-post med gode nyheter. I e-posten sto det «I would hold off on submitting this information until you receive that email». Selskapet mottok deretter samme dag, 10. februar kl. 15:46, en e-post fra ARTTIC med forslag fra koordinatoren om utbetaling på årlig basis hvor den første utbetalingen ville være sammenslått som et forskudd pålydende EUR 843 109, som foreslått av Selskapet. I samme e-post fremkom det at det var behov for ytterligere informasjon før utbetaling kunne skje. Selskapet ble bedt om å beskrive detaljert hvordan man planla å bruke midlene de første 12 månedene, og ble informert om at slik plan ville deretter bli vurdert av et koordineringsteam før forskuddet kunne bli overført til Selskapet. Arbeidet med å besvare denne forespørselen ble startet mandag 13. februar.

- Bilag 16:** E-post av 18. januar 2023 og 24. januar 2023 fra ARTTIC
- Bilag 17:** Vedlegg til e-post av 24. januar fra ARTTIC med forslag til ny utbetalingsplan
- Bilag 18:** E-postkorrespondanse 27. januar-10. februar 2023
- Bilag 19:** E-post fra ARTTIC 10. februar kl. 15:46

3.1.3 Beslutning om utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon

Selskapet ringte Oslo Børs 13. februar 2023 med informasjon om at Selskapet hadde besluttet utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon. Informasjonen var at et forskudd fra en utviklingskontrakt med EDF sannsynligvis ikke ville bli så mye som man hadde kommunisert til markedet. Oslo Børs påpekte at endringer som avviker materielt fra forventningene man har skapt i markedet må meldes til markedet. Dette gjelder selv om man ikke vet det eksakte avviket, og informasjonen kan da ikke være gjenstand for utsatt offentliggjøring. Det ble også påpekt at dette gjelder dersom opplysningene utgjør innsideinformasjon og man har grunn til å tro at dette er noe en fornuftig investor vil legge vekt på.

I senere korrespondanse med Selskapet fremkommer det at det ikke var endringer i forskuddet fra EDF som Selskapet vurderte å være innsideinformasjon, men heller det forhold at likviditetssituasjonen var anstrengt. Det vises i den forbindelse til e-postkorrespondansen mellom Selskapet og Oslo Børs inntatt som bilag.

Utsatt offentliggjøring ble besluttet 13. februar 2023 rundt kl. 13:00.

Informasjon om Selskapets anstrengte likviditet ble publisert sammen med rapporten for Q4 2022 i Børsmeldingen 15. februar 2023 kl. 20:28. Meldingen var merket som «Innsideinformasjon», men det ble ikke sendt Notifikasjon til Oslo Børs, jf. Regelbok II punkt 3.9.3, jf. MAR artikkel 17 nr. 4 (3), som beskrevet under punkt 2.3 over.

Bilag 20: Børsmelding 15. februar 2023

Selskapet har i ettertid gitt informasjon i børsmeldinger om kostnadskutt i form av blant annet nedbemanning, samt kapitalinnhenting i form av ny egenkapital og ny gjeld. Det fremkommer også at Selskapet har inngått samarbeidsavtale med Universitet i København om blant annet overføring av forskningsprosjekter fra Selskapet, blant annet prosjektet som EDF-tilskuddet knytter seg til. Videre er det offentliggjort at Selskapet har inngått avtaler med dets ansatte samt styremedlemmene om forsinket betaling av lønn og gjeld. Selskapet har også offentliggjort konsolidert årsrapport for 2022.

Bilag 21: Børsmelding av 11. mai 2023

Bilag 22: Børsmelding av 9. juni 2023

Bilag 23: Konsolidert årsrapport for 2022

3.1.4 Kapitalinnhenting og Q4-tall

Selskapet hadde i en periode vært i dialog med Carnegie om en mulig garantert fortrinnsrettsemissjon. I et møte den 8. februar 2023 signerte man mandatavtale. Struktur, størrelse, tidspunkt og vilkår var ikke konkretisert. I etterkant informerte Carnegie Selskapet om at muligheten for en garantert fortrinnsrettsemissjon bortfalt siden utbetalingen fra EDF ikke enda var kommet. Selskapet fikk i prosessen beskjed om at de måtte sikre en kortsiktig løsning for likviditeten.

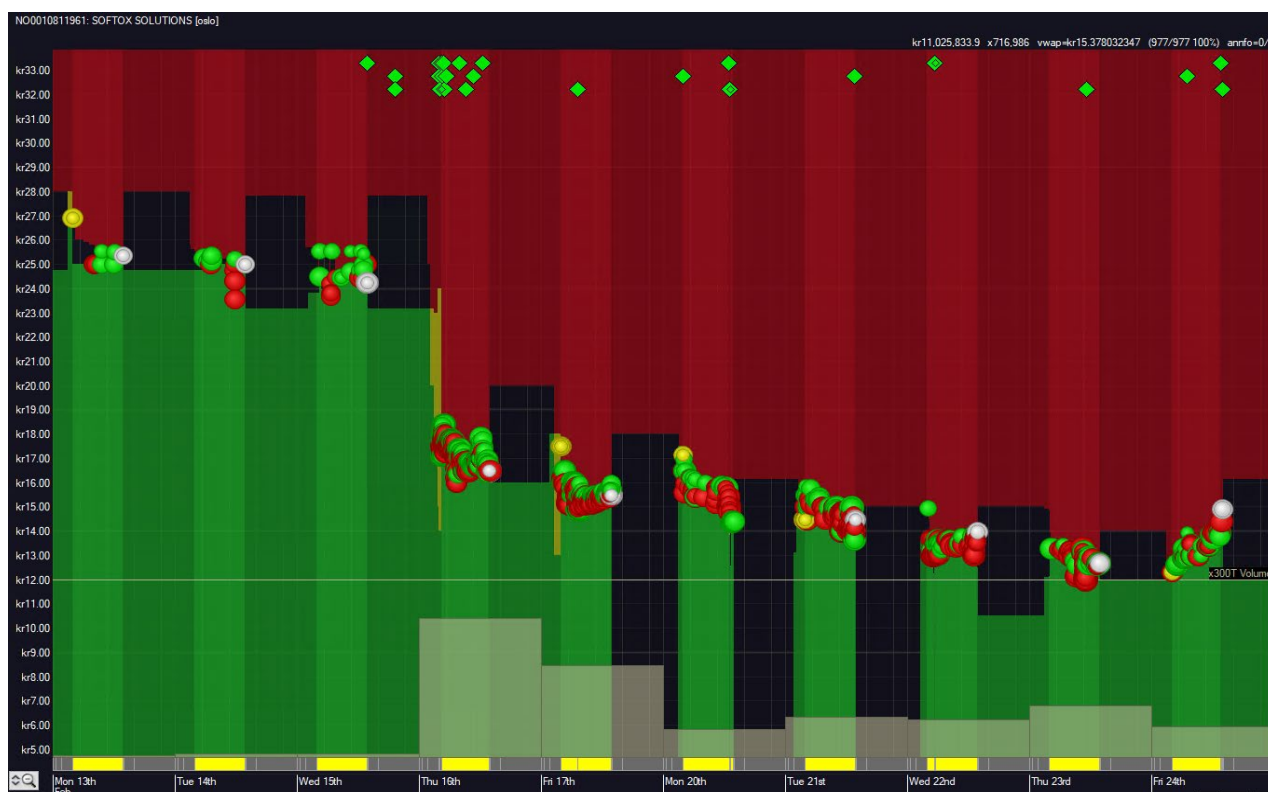
Selskapet hadde også i en periode dialog med Sparebank 1 Markets om en mulig rettet emisjon. Første dialog var 9. februar 2023. Struktur, størrelse, tidspunkt og vilkår var ikke konkretisert, men man hadde dialog med «deal team» om å gjøre en pre-sound på ettermiddagen 13. februar. Engasjementskomiteen i Sparebank 1 Markets besluttet samme ettermiddag at man ikke ønsket å foreta en kapitalinnhenting før Q4-rapporten var offentliggjort. Dette ble meddelt Selskapet den 14. februar 2023 kl. 09:00.

Første utkast til konsolidert Q4-rapport ble sendt til styret 8. februar 2023. I slikt utkast, som baserte seg på tall revidert av revisor, var ikke Selskapets kortsiktige finansielle utfordringer omtalt i teksten. Dette skal imidlertid ha fremkommet av tallmaterialet. De ventede midlene fra EDF var ikke bokført per 31. desember 2022, men var inkludert i Selskapets likviditetsbudsjett. Selskapet har opplyst at de på dette tidspunktet fokuserte på den langsiktige finansieringen, og at søkelyset på den kortsiktige finansieringen først kom under CEOs gjennomgang av Q4-rapporten i styremøte 14. februar kl. 15:00. I slikt styremøte ble likviditetssituasjonen presentert av ledelsen, samt mulige løsninger i form av kapitalinnhenting. Fra styret ble det uttrykt bekymringer rundt det planlagte tidspunktet for annonseringen av likviditetssituasjonen og Q4-rapporten, og et styremedlem stilte spørsmål om ikke likviditetssituasjonen burde offentliggjøres separat. Dette ble av ledelsen besvart med at det var best å følge anbefalingene fra rådgiverne. Av Selskapets redegjørelser overfor Oslo Børs fremkommer det at det var særlig diskusjoner med finansiell rådgiver Sparebank 1 Markets som var utslagsgivende, og disse rådgivernes anbefalinger knyttet seg til potensiell kapitalinnhenting. Opprinnelig vurderte man lansering av rettet emisjon før annonsering av Q4-rapporten som var planlagt for 17. februar, men dette ble endret etter at engasjementskomiteen hos tilrettelegger besluttet at man ikke ville bistå med kapitalinnhenting før Q4-rapporten var offentliggjort. I nevnte styreprotokoll fremkommer det også at styret ba om å få motta

skriftlige råd fra advokater med hensyn til tidspunktet og offentliggjøring. Av Selskapets redegjørelser overfor Oslo Børs ble dette ikke innhentet senere eller lagt frem for styret fordi man, etter en samlet vurdering og videre dialog med finansiell rådgiver Sparebank 1 Markets, fant det riktig å fremskynde offentliggjøringen av Q4-rapporten, og dermed også likviditetssituasjonen.

I dagene deretter fortsatte Selskapet arbeidet med å finne en løsning, herunder mulighet for lån og kapitalinnhenting. Selskapet har opplyst at man forsøkte å få på plass et ansvarlig lån fra eksisterende långivere i Selskapets konvertible innlån, samtidig som man fortsatte å undersøke mulighetene for å få på plass en garanti i forkant av en fortrinnsrettsemisjon. Man skal også ha vurdert salg av virksomheten innenfor sårbehandling til eksterne investorer og sårselskaper.

3.2 Hendelses kurspåvirkning



Bildet av kursutviklingen fremkommer ovenfor. Bildet viser perioden 13.-24. februar 2023.

Selskapet publiserte Børsmeldingen 15. februar 2023 kl. 20:28. Oslo Børs observerte en vesentlig økning i volum i handelen i Selskapets aksjer den påfølgende dagen etter publisering av Børsmeldingen. Videre gikk aksjekursen ned med ca. 34 % på det meste, og avsluttet med en nedgang på om lag 32 % den 16. februar sammenlignet med sluttkursen 15. februar 2023. Kursen fortsatte så nedover de påfølgende dagene, og hadde stigende sluttkurs først 24. februar. Per 23. februar var sluttkursen ned ca. 47,7 % sammenlignet med sluttkurs 15. februar. Det var ingen andre børsmeldinger fra Selskapet i denne perioden.

4. Selskapets vurderinger

Selskapet vurderte ikke den forsinkede utbetalingen fra EDF som innsideinformasjon i seg selv, men har opplyst at dersom utbetalingen hadde blitt utbetalt som varslet så ville ikke Selskapets likviditetssituasjon ha blitt så akutt. Bakgrunnen for at Selskapet vurderte likviditetssituasjonen som innsideinformasjon, var at man ikke visste sikkert hvilket tidspunkt EDF-utbetalingen ville komme, at man ikke hadde en klar plan for kapitalinnhenting, og at Q4-tallene viste at den kortsiktige gjelden var høyere enn beholdningen av kontanter og kortsiktige fordringer per 31. desember 2022.

Om vilkårene for utsatt offentliggjøring har Selskapet angitt at utsatt offentliggjøring ikke ville være egnet til å villedde markedet fordi man ikke tidligere hadde kommunisert noe konkret med hensyn til likviditeten eller beløpet i forskuddsbetalingen fra EDF. Videre opprettet Selskapet innsidelister for å bevare konfidensialitet. Selskapet vurderte at umiddelbar offentliggjøring var egnet til å skade Selskapets legitime interesser da Selskapet mente det var mulig å finne en løsning på likviditetssituasjonen. Herunder mente man at hverken EDF-utbetalingen eller muligheten for kapitalinnhenting var tilstrekkelig avklart, og det ville forringe Selskapets muligheter til å hente kapital på fornuftige priser dersom man skulle offentliggjøre forholdet umiddelbart. Videre har Selskapet opplyst at for perioden etter beslutning om utsatt offentliggjøring, dagene 14. og 15. februar, undersøkte Selskapet muligheten for å få på plass et ansvarlig lån fra eksisterende långivere i Selskapets konvertible innlån, en garanti i forkant av en fortrinnsrettsemisjon samt at man vurderte salg av sårvirksomheten til eksterne investorer og sårselskaper. Selskapet vurderte, gitt de underliggende verdiene, at det ikke var ønskelig at slike fremstøt skulle fremstå som et brannsalg som ville påvirke en eventuell pris negativt og dermed ødelegge aksjonærverdier.

Selskapet har også anført at en vurdering i ettertid om at offentliggjøring skulle ha vært gjort tidligere, er å trekke konklusjoner basert på informasjon som ikke var tilgjengelig da avgjørelsen ble tatt. Selskapet viser i den forbindelse til at ARRTIC hadde anbefalt Selskapet om ikke å informere markedet om forholdet fordi man mente at problemet var på vei til å bli løst, og at tilrettelegger senere krevde at Selskapet informerte markedet om forholdet før de kunne hente kapital, og at det var dette som gjorde at Selskapet fremskyndet offentliggjøringen av Q4-rapporten og informasjonen om Selskapets likviditetssituasjon. Selskapet valgte derfor å utsette offentliggjøringen til man hadde oversikt over situasjonen.

5. Børsens vurderinger

5.1 Innsideinformasjon

Det vises til definisjonen av «innsideinformasjon» i MAR artikkel 7 nr. 1 som oppstilt under punkt 2.1 ovenfor. Definisjonen oppstiller tre hovedvilkår for at opplysninger skal anses som innsideinformasjon. For det første må det foreligge presise opplysninger som direkte eller indirekte vedrører de aktuelle finansielle instrumentene eller utstederen av disse. Videre må opplysningene være egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene merkbart. Til slutt må det dreie seg om opplysninger som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet.

Oslo Børs har gjennomgått Selskapets redegjørelser i saken med tilhørende dokumentasjon. Selskapet anså som nevnt den anstrengte likviditetssituasjonen som innsideinformasjon 13. februar 2023 rundt kl. 13:00 fordi man ikke visste sikkert hvilket tidspunkt EDF-utbetalingen ville komme, at man ikke hadde en klar plan for kapitalinnhenting, og at Q4-tallene viste at den kortsiktige gjelden var høyere enn beholdningen av kontanter og kortsiktige fordringer per 31. desember 2022. Selskapet

har opplyst at de på dette tidspunktet mente at opplysninger om likviditetsproblemene var presise, og at de var egnet til å ha en vesentlig innvirkning på kursen.

Av Selskapets redegjørelser fremkommer det imidlertid at tallmaterialet i utkastet til Q4-rapporten den 8. februar 2023 viste at den kortsiktige gjelden var høyere enn beholdningen av kontanter og kortsiktige fordringer per 31. desember 2022. I denne perioden hadde man heller ikke en klar plan for kapitalinnhenting. På dette tidspunktet hadde likevel Selskapet en forventning om snarlig utbetaling av EDF-forskuddet til Datterselskapet, og dette var derfor inkludert i Selskapets likviditetsbudsjett. Selskapet har angitt at man ikke oppfattet likviditetsproblemene før man 13. februar 2023 hadde analysert den siste forespørselen fra ARTTIC og forsto at det var usikkert når utbetalingen fra EDF-ville komme. I korrespondansen med Oslo Børs opplyste Selskapet først at det var 13. februar at man mottok den siste forespørselen fra ARTTIC, men har i ettertid forklart at man startet arbeidet med slik forespørsel 13. februar. Forespørselen ble imidlertid mottatt av Selskapet per e-post 10. februar 2023 kl. 15:46.

Det er Oslo Børs' vurdering at Selskapet ved mottak av e-posten 10. februar 2023 kl. 15:46 hadde presise opplysninger som indikerte at Selskapet hadde likviditetsproblemer. Det forelå ingen nye opplysninger eller forhold som endret Selskapets likviditetssituasjon mellom dette tidspunktet og tidspunktet Selskapet selv vurderte situasjonen som innsideinformasjon. Børsen har forståelse for at tall må bearbeides og analyseres. I denne saken var det imidlertid usikkerheten rundt tidspunkt for EDF-utbetalingen, i lys av Selskapets situasjon, som medførte at Selskapet vurderte at man hadde likviditetsproblemer. Dette tilsier at Selskapet hadde tilstrekkelig oversikt til å oppfatte likviditetsproblemene da Selskapet mottok e-posten fra ARTTIC 10. februar. Dette underbygges av at Selskapet hadde et likviditetsbudsjett som inkluderte den forventede EDF-utbetalingen, at man ikke hadde en klar plan for kapitalinnhenting, og at man per 8. februar kunne utlede relevant informasjon av tallmaterialet i utkastet til Q4-rapport.

Oslo Børs mener videre at en fornuftig investor sannsynligvis ville ha benyttet opplysningene om likviditetsproblemene som en del av sin investeringsbeslutning dersom disse hadde blitt gjort kjent. At Selskapet har likviditetsproblemer uten at det foreligger en løsning på situasjonen gir et klart negativt signal for en fornuftig investor. Opplysningene må derfor anses å være egnet til å påvirke kursen på Selskapets aksjer. Videre er ikke børsen kjent med, og Selskapet har heller ikke opplyst, at likviditetsproblemene var offentlig tilgjengelig eller kjent i markedet før dette ble offentliggjort av Selskapet i Børsmeldingen 15. februar.

Basert på det ovennevnte vurderer Oslo Børs at Selskapets likviditetsproblemer ved mottak av e-posten fra ARTTIC den 10. februar 2023 kl. 15:46 utgjorde «presise opplysninger som ikke er blitt offentliggjort» som «direkte eller indirekte vedrører» Selskapet, og som «er egnet til å påvirke kursen (...)» på Selskapets aksjer «merkbart dersom de blir offentliggjort», jf. MAR artikkel 7 nr.1.

Selskapet besluttet som nevnt utsatt offentliggjøring mandag 13. februar 2023 rundt kl. 13:00. Det gikk dermed nesten tre dager, herunder litt over en halv handelsdag, fra innsideinformasjon etter børsens vurdering oppsto til Selskapet besluttet utsatt offentliggjøring. Forholdet ble deretter offentliggjort to handelsdager etter nevnte beslutning, slik at det samlet gikk fem dager fra det tidspunkt børsen legger til grunn at innsideinformasjonen oppstod til børsmeldingen ble offentliggjort.

5.2 Vilkårene for utsatt offentliggjøring

Det vises til vilkårene for utsatt offentliggjøring i MAR artikkel 17 nr. 4 som presentert under punkt 2.2, herunder at offentliggjøring av innsideinformasjon kan utsettes dersom a) umiddelbar offentliggjøring er egnet til å skade de legitime interessene til utstederen,

b) utsatt offentliggjøring ikke er egnet til å villedde allmennheten, og c) utstederen er i stand til å sikre at opplysningene forblir konfidensielle. Utsettelsen gjøres iht. bestemmelsen på utstedeers eget ansvar, og vurderingen av om vilkårene er oppfylt må gjøres i forbindelse med beslutningen om utsatt offentliggjøring. Vilårene må være oppfylt så lenge utsettelsen vedvarer. Vurderingen av om vilårene var oppfylt gjøres ut ifra situasjonen slik den fremstod på tidspunktet utsteder besluttet utsatt offentliggjøring.

5.2.1 Vilåret om at umiddelbar offentliggjøring er egnet til å skade de legitime interessene til utstederen

Det første vilåret, om umiddelbar offentliggjøring er egnet til å skade Selskapets legitime interesser, inviterer til en interesseavveining. Herunder må Selskapets interesser veies opp mot markedets behov for informasjon og andre relevante hensyn. Det vises i den forbindelse til veiledningen til punkt 3.9.2 i Regelbok II hvor det fremkommer at det er en beskyttelsestankegang som begrunner en slik utsettelse hvor hensynet til utsteder, og dermed også aksjonærene, anses viktigere enn at innsideinformasjonen gis markedet umiddelbart. Det fremkommer videre at det skal være en klar overvekt til fordel for utstedeers behov før informasjonsplikten kan utsettes.

ESMA har i sine retningslinjer avsnitt 8, som beskrevet under punkt 2.2, angitt en ikke-uttømmende liste med tilfeller hvor umiddelbar offentliggjøring sannsynligvis vil skade en utstedeers legitime interesser. Blant annet nevnes i avsnitt 8 a tilfellet hvor utsteder har pågående forhandlinger hvor utfallet må forventes å bli satt i fare («jeopardised») av umiddelbar offentliggjøring, f.eks. forhandlinger knyttet til fusjoner, oppkjøp, fisjoner, utskillelser, restruktureringer mv. Videre nevnes det i avsnitt 8 b tilfellet hvor utstedeers finansielle situasjon er alvorlig og umiddelbart truet, dog ikke slik at utsteder er insolvent, og at umiddelbar offentliggjøring kan medføre alvorlig skade og risiko for at forhandlinger som skal sikre den finansielle situasjonen opphører. Oslo Børs vurderer sistnevnte tilfelle som mest aktuelt å vurdere i foreliggende sak. Som det fremgår av veiledningen i Regelbok II må det etter børsens oppfatning være en viss sannsynlighet for at forhandlingene kan føre frem og bidra til en løsning som kan medføre at utstederen ikke går konkurs i nær fremtid. Dette sier noe om terskelen for hvor alvorlig og umiddelbart truet den finansielle situasjonen må være.

I foreliggende sak var Selskapet i en situasjon med anstrengt likviditet. Oslo Børs har ikke mottatt informasjon som tilsier at Selskapet var i en så alvorlig finansiell situasjon som nevnt i ESMA's retningslinjer. Selv om det var usikkerhet rundt når den første EDF-utbetalingen eksakt ville komme, inneholdt siste e-post fra ARTTIC forslag om årlig utbetaling med den første utbetalingen på EUR 843 109 som forskudd, slik at man da fortsatt hadde en forventning om at betalingen ville skje på et tidspunkt. Selskapets situasjon faller dermed etter børsens vurdering ikke innunder det nevnte tilfellet i ESMA's retningslinjer, selv om Selskapets likviditet var anstrengt og den finansielle situasjonen svekket.

Det vises i den forbindelse til Børsklagenemndens sak 1/2016 (Sandnes Sparebank).³³ Saken gjaldt vilårene for utsatt offentliggjøring slik disse fremkom av dagjeldende verdipapirhandellov § 5-3 som gjennomførte daværende Markedsmisbruksdirektiv I («**MAD**») artikkel 6 nr. 2. Adgangen til å utsette offentliggjøring av innsideinformasjon ble videreført i MAR, se blant annet forarbeidene til gjeldende verdipapirhandellov om gjennomføringen av MAR, NOU 2017:14 punkt 6.2.3 s. 58. Kommisjonsforordningen 2016/1055 til MAR gir en mer inngående anvisning på vurderingene som skal foretas i forbindelse med utsatt offentliggjøring sammenlignet med det som fulgte av kommisjonsdirektivet til MAD, men dette knytter seg til de tekniske metodene for å

³³ [Børsklagenemnden sak 1/2016](#)

gjennomføre utsettelsen og ikke de juridiske vurderingene knyttet til om vilkårene for utsatt offentliggjøring er oppfylt. Saken fra Børsklagenemnden må derfor anses å være relevant å se hen til i foreliggende sak.

I den nevnte saken fra Børsklagenemnden skriver nemnden at det er mindre grunn til utsatt offentliggjøring i tilfellene hvor utsteders finansielle situasjon er svekket, sammenlignet med situasjoner hvor utsteders finansielle situasjon er alvorlig og umiddelbart truet. Det er da ikke tilstrekkelig for utsettelse at utsteder «er i en vanskelig finansiell situasjon man helst vil reparere før situasjonen kommer offentligheten for øye – det må påvises konkrete og sannsynlige skadevirkninger av en tidlig offentliggjøring», se sakens punkt 9.3.2 side 32.

Saken gjaldt Sandnes Sparebank som etter offentliggjøring av rapport for Q4 2015 måtte gjøre økte nedskrivninger for 2015, og som blant annet vurderte emisjon som reparerende tiltak. Selskapet hadde besluttet utsatt offentliggjøring den 18. mars 2016, og publiserte både nedskrivningene og emisjonen 21. april 2016. Banken argumenterte for at en tidlig melding om økte tapsavsetninger ville bli upresis og gi grunnlag for usikkerhet, og at det ville få alvorlige konsekvenser for selskapet dersom offentliggjøring skjedde før man fikk sikkerhet for gjennomføring av emisjonen som gjenopprettet nødvendig egenkapital.

Børsklagenemnden bemerket at det klare utgangspunktet må være at selskaper kommuniserer innsideinformasjon med det presisjonsnivå og den grad av forbehold selskapet anser påkrevd, ettersom innsideinformasjon kan oppstå før det foreligger eksakt informasjon. Med hensyn til skadevirkninger, viser nemnden til spesialregelen i daværende vphl. § 5-3 (2) nr. 2 om hvorvidt offentliggjøring vil «undergrave utfallet av spesifikke forhandlinger». I någjeldende retningslinjer fra ESMA avsnitt 8 a) brukes en lik ordlyd, herunder «where the outcome of such negotiations would likely be jeopardised», som nevnt over. Av nemndens vurdering følger det at offentliggjøring må kunne utsettes «der offentlighet i seg selv vil forpurre de fortrolige forhandlingene». Nemnden påpeker imidlertid at «det følger derimot ikke av dette at utsteder kan unnlate å opplyse markedet om et potensielt tap alene fordi utsteder er i forhandlinger om en emisjon for å gjenopprette selskapets egenkapitalsituasjon». Nemnden viser blant annet til at ordlyden av at offentliggjøring vil «skade» de legitime interessene ved å «undergrave utfallet av spesifikke forhandlinger», stiller strenge krav til selskapenes begrunnelse for utsettelse. Nemnden påpeker likevel at utsettelse kan skje dersom det er behov for en emisjon for å reparere forholdet og offentliggjøring av de finansielle vanskene og emisjonsplanene vil undergrave eller helt forpurre forhandlingene om emisjon, men at det er nokså vanskelig å tenke seg at en slik situasjon vil kunne vare over uker, se saken side 34.

I foreliggende sak har Selskapet opplyst at offentliggjøring var egnet til å skade Selskapets legitime interesser da man mente det var mulig å finne en løsning på likviditetssituasjonen. Herunder mente man at hverken EDF-utbetalingen eller muligheten for kapitalinnhenting var tilstrekkelig avklart, og det ville forringe Selskapets muligheter til å hente kapital på fornuftige priser dersom man skulle offentliggjøre forholdet umiddelbart. Selskapet har opplyst i den forbindelse at man mener det finnes store merverdier i teknologien som langt overstiger Selskapets børsverdi og gjeld.

Til Selskapets første argument viser Oslo Børs til uttalelsen fra Børsklagenemnden i den nevnte saken, herunder at det klare utgangspunktet må være at selskaper kommuniserer innsideinformasjon med det presisjonsnivå og den grad av forbehold selskapet anser påkrevd. Dette fordi innsideinformasjon kan oppstå før det foreligger eksakt informasjon. Selskapet vurderte selv den 13. februar kl. 13:00 at forholdet var tilstrekkelig avklart til å vurdere det som innsideinformasjon. Man visste på dette tidspunktet at likviditeten var anstrengt, og man forsto at det var usikkert når EDF-betalingen kom. Utbetalingen var uansett på overtid sett hen til Selskapets egne forventninger om utbetaling opprinnelig i desember, og deretter ved signering i januar. Dette samt konsekvensen av slik

forsinkelse er noe Oslo Børs vurderer at Selskapet kunne ha kommunisert selv om man ikke enda hadde oversikt over når likviditetssituasjonen ville bli løst, herunder at man ikke enda hadde tilstrekkelig avklaring rundt når utbetalingen ville komme eller hvordan muligheten for kapitalinnhenting var.

Som skadevirkning anfører Selskapet som nevnt at offentliggjøring ville forringe Selskapets muligheter til å hente kapital på fornuftige priser. Oslo Børs er enig i at informasjonen om Selskapets anstrengte likviditet mest sannsynlig ville hatt betydning for en eventuell emisjonskurs på Selskapets aksjer. Å lansere en fortrinnsrettsemisjon eller rettet emisjon uten å offentliggjøre informasjon om likviditetssituasjonen, herunder å innhente kapital fra investorer uten å gi et informasjonsgrunnlag som gir et rettvise bilde av Selskapets finansielle situasjon, ville imidlertid ha vært uærlig og villedende. Dette kan ikke anses som beskyttelsesverdig med den effekt at hensynet til utsteder anses viktigere enn at innsideinformasjonen gis markedet umiddelbart. Prospektforordningens innholds krav ville videre ha krevd at denne informasjonen ble inntatt i prospekt i forbindelse med en prospektpliktig emisjon. En offentliggjøring av likviditetssituasjonen ville ha gitt markedet muligheten og et grunnlag for en mer korrekt prising av Selskapets aksjer, og Oslo Børs mener at markedet er godt egnet til å håndtere slik informasjon og usikkerhet rundt et selskaps likviditet og finansielle situasjon. Slikt standpunkt støttes også av Børsklagenemnden i ovennevnte sak.

Etter Oslo Børs' forståelse var det heller ikke slik at Selskapet per 13. februar kl. 13:00 var i forhandlinger med utvalgte, informerte investorer om en emisjon for å reparere Selskapets anstrengte likviditet, og det kan derfor ikke sies å ha vært en fare for at offentliggjøring ville undergrave eller hindre slike forhandlinger. Selskapet har opplyst at man i løpet av 14. og 15. februar forsøkte å få på plass et ansvarlig lån fra långivere i et eksisterende konvertibelt lån, samtidig som man fortsatte å undersøke mulighetene for å få på plass en garanti i forkant av en fortrinnsrettsemisjon. Etter Oslo Børs' forståelse var dette etter at Carnegie hadde informert Selskapet om at en garantert fortrinnsrettsemisjon ikke ville være mulig før man sikret en kortsiktig løsning for likviditeten. Dette var også etter at Sparebank 1 Markets hadde informert Selskapet om at en rettet emisjon ikke ville være mulig med deres bistand før Q4-rapporten var publisert. Uansett, selv om Selskapet var i dialog med tilretteleggere, forelå det ikke spesifikke forhandlinger som kunne ødelegges per 13. februar da Selskapet besluttet utsatt offentliggjøring. I den forbindelse vises det også til at EDF-utbetalingen var forsinket nettopp fordi EDF hadde innsyn i Selskapets finansielle situasjon, og basert på dette besluttet å implementere konservative tiltak med hensyn til utbetaling av forskuddet til Datterselskapet. Det var dermed ikke slik at en offentliggjøring i seg selv ville medføre skade og risiko for at forhandlinger med EDF opphørte.

Selskapet har også forklart at man valgte å utsette offentliggjøringen til man hadde oversikt over situasjonen. Til dette bemerker Oslo Børs at manglende oversikt over situasjonen ikke har noen likhetstrekk med noen av eksemplene opplistet i ESMAs retningslinjer avsnitt 8, og kan etter børsens vurdering ikke anses å utgjøre en legitim interesse som begrunner utsatt offentliggjøring. Det er likevel ønskelig å knytte noen kommentarer til Selskapets anførsler i denne forbindelse. Selskapet har blant annet vist til at ARRTIC hadde anbefalt Selskapet om ikke å informere markedet om forholdet enda. Til dette bemerker Oslo Børs at den aktuelle e-posten fra ARRTIC var datert 10. februar kl. 10:38, og i denne uttrykte ARRTIC at man burde vente med offentliggjøring til etter mottak av neste e-post. Neste e-post kom så kl. 15:46 samme dato. Anbefalingen fra ARRTIC var dermed ikke lenger gjeldende fra det tidspunktet. Selskapet har også vist til at det ikke var før 14. februar at finansiell tilrettelegger krevde offentliggjøring av forholdet og Q4-rapporten. Til dette bemerker Oslo Børs at kravet fra tilrettelegger var knyttet til nødvendig informasjon i forbindelse med potensiell kapitalinnhenting, herunder at man ikke ville bistå i en kapitalinnhenting før Q4-rapporten var offentliggjort. Oslo Børs vurderer at Selskapet kunne ha kommunisert den anstrengte likviditetssituasjonen

selv om Q4-rapporten ikke var ferdigstilt. Dette ville ha vært i tråd med det klare utgangspunktet om at selskaper må kommunisere innsideinformasjon med det presisjonsnivå og den grad av forbehold selskapet anser påkrevd, ettersom innsideinformasjon kan oppstå før det foreligger eksakt informasjon.

For børsen fremstår det som at Selskapet helst ønsket å løse likviditetsproblemene før man offentliggjorde at man hadde likviditetsproblemer, i stedet for å arbeide med en løsning samtidig som likviditetssituasjonen var offentlig. Oslo Børs vurderer at et slikt ønske, og situasjonen for øvrig, ikke når opp til terskelen i vilkåret for utsatt offentliggjøring om at umiddelbar offentliggjøring er egnet til å skade Selskapets legitime interesser. Basert på de ovenstående vurderingene finner Oslo Børs at Selskapet ikke kunne utsette offentliggjøringen av forholdet, jf. Regelbok II punkt 3.9.2 jf. MAR artikkel 17. nr. 4.

Ettersom alle tre vilkårene for utsatt offentliggjøring må være oppfylt for at offentliggjøring av innsideinformasjon kan utsettes, og børsen vurderer at det første vilkåret ikke er oppfylt, finner børsen det ikke nødvendig å konkludere på de øvrige vilkårene. Oslo Børs ønsker likevel av veiledningshensyn å knytte noen kommentarer til de øvrige vilkårene.

5.2.2 Vilkaeret om at utsatt offentliggjøring ikke er egnet til å villedde allmennheten

Det andre vilkåret for utsatt offentliggjøring er som nevnt at utsatt offentliggjøring ikke er egnet til å villedde allmennheten. Veiledningen til punkt 3.9.2 i Regelbok II angir at dette vilkåret antas å gjelde en mer kvalifisert villedelse enn det en normal utsettelse av å informere medfører, og kan typisk begrense muligheten for utsatt offentliggjøring der markedet har berettigede forventninger om at et særskilt forhold vil inntre til en viss tid, for eksempel fordi det tidligere er meddelt markedet. Dette er særlig aktuelt i tilfeller der selskapet har bidratt til å skape slike forventninger, men der det skjer endringer som medfører at den informasjon markedet har er blitt uriktig. Det vil da ikke være adgang til utsatt offentliggjøring ettersom allmennheten i slike tilfeller vil villedes av en utsettelse, selv om utsteder kan ha legitime grunner for å ønske utsatt offentliggjøring.

I den ovennevnte saken fra Børsklagenemnden, skriver nemnden på side 36 følgende:

«Det sentrale blir om det offentlige informasjonsbildet er et vesentlig annet enn det innsideopplysningene indikerer, og det også fremstår som av vesentlig betydning for allmennheten og markedet å bli gjort kjent med de nye opplysningene. Sentralt i vurderingen vil videre inngå det eksisterende informasjonsbildets karakter og opphav. Det vil ha stor betydning i hvilken grad villfarelsen har bakgrunn i informasjon utsteder selv tidligere har gitt.»

I ESMA's retningslinjer avsnitt 9 oppstilles det en ikke-uttømmende liste med tilfeller hvor utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon trolig vil villedde markedet. Der nevnes situasjoner hvor a) innsideinformasjonen er vesentlig forskjellig fra tidligere offentliggjort informasjon fra utsteder om forholdet som innsideinformasjonen relaterer seg til, b) innsideinformasjonen vedrører det faktum at utstederens finansielle målsetninger sannsynligvis ikke vil nås når slike målsetninger tidligere har blitt offentliggjort, og c) innsideinformasjonen står i kontrast til markedets forventninger, der slike forventninger er basert på signaler som utstederen tidligere har gitt i markedet, f.eks. gjennom intervjuer, roadshows eller annen type kommunikasjon organisert eller godkjent av utstederen. Oslo Børs vurderer at det er det siste tilfellet som er mest relevant i den foreliggende saken.

Oslo Børs observerer at siste konkrete informasjon om Selskapets finansielle stilling ble publisert i børsmelding 26. oktober 2022 ved presentasjon av Selskapets tall fra tredje

kvartal 2022. Utvalgte tall i børsmeldingen viste økt tap på resultatsiden og økte kostnader sammenlignet med samme kvartal året før. Tallene viste også en nedgang i kontantbeholdning. Av rapporten fremkommer det også at Selskapet har behov for å styrke likviditeten både kortsiktig og langsiktig. Sett hen til terskelen om et kvalifisert eller vesentlig annet informasjonsbilde, kan Selskapet derfor ikke med dette sies å ha gitt informasjon som ville gjøre utsatt offentliggjøring av den anstrengte likviditetssituasjonen egnet til å villedde markedet.

I børsmelding av 20. juli 2022 fremkom det imidlertid at det tildelte beløpet fra EDF ville bli allokert mot slutten av 2022 for tre år fremover. Av børsmelding 11. oktober 2022 fremkom det at utbetaling fra EDF var «subject to signing the final contract». Børsmelding om at endelig kontrakt var signert kom 9. januar 2023. Børsmeldingen sa ingenting om når utbetaling ville skje, men i lys av børsmeldingene av 20. juli og 11. oktober 2022 kan det antas at markedet forventet snarlig utbetaling av deler av det tildelte beløpet. Børsmelding 9. januar om at endelig avtale var signert ga noe kursoppgang. Børsmeldingen av 15. februar hvor likviditetssituasjonen og Q4-tallene ble offentliggjort ga betydelig utslag i volum og kurs, som beskrevet innledningsvis. Det var ingen andre børsmeldinger fra Selskapet mellom disse to børsmeldingene. Selskapet kunne med fordel ha gitt hyppigere oppdateringer til markedet, herunder med den grad av presisjon og forbehold som Selskapet anser påkrevd. Det antas at kurs- og volumutslaget etter Børsmeldingen 15. februar skyldtes at informasjonen sto i kontrast til markedets forventninger i lys av den forventede EDF-utbetalingen. Dette er imidlertid vanskelig å fastslå med sikkerhet, ettersom utslagene også alene kan ha vært en reaksjon på negativ informasjon om Selskapets likviditet og finansielle stilling uavhengig av forventninger.

5.2.3 Vilkåret om at utstederen er i stand til å sikre at opplysningene forblir konfidensielle

Oslo Børs har også noen bemerkninger til vilkåret om konfidensialitet som nevnt i punkt 2.2 og 5.2, herunder om utstederen er i stand til å sikre at opplysningene forblir konfidensielle. Selskapet besluttet som nevnt utsatt offentliggjøring 13. februar 2023 kl. 13:00. Av innsidelisten fremstår det som at denne ble opprettet først kl. 17:24, men Selskapet opplyser at listen ble opprettet kl. 13:00. Dersom det gikk ca. fire og en halv time mellom beslutningen om utsatt offentliggjøring og opprettelsen av innsidelisten, vurderer Oslo Børs dette som uheldig. Oslo Børs vurderer uansett at det ikke foreligger informasjon som tilsier at det har vært lekkasje om innsideinformasjonen før offentliggjøring i Børsmeldingen 15. februar 2023. Dette tilsier at Selskapet var i stand til å sikre at opplysningene forble konfidensielle.

5.3 Offentliggjøring av innsideinformasjon

Som nevnt i punkt 2.1 skal innsideinformasjon offentliggjøres så snart som mulig, med mindre man har besluttet utsatt offentliggjøring og vilkårene for dette er oppfylt. Som nevnt under punkt 5.1 vurderer Oslo Børs at Selskapets likviditetsproblemer utgjorde innsideinformasjon fredag 10. februar 2023 kl. 15:46. Videre, som nevnt under punkt 5.2.1, vurderer Oslo Børs at vilkåret om at umiddelbar offentliggjøring er egnet til å skade Selskapets legitime interesser ikke var oppfylt da Selskapet besluttet utsatt offentliggjøring 13. februar 2023 kl. 13:00.

Selskapet offentliggjorde innsideinformasjonen ved Børsmeldingen 15. februar 2023 kl. 20:28. Det gikk dermed litt over fem dager, herunder tre handelsdager, fra innsideinformasjonen oppsto til denne ble offentliggjort. Oslo Børs forstår at Selskapet måtte ha noe tid fra mottak av e-posten fra ARTTIC til offentliggjøring av forholdet, herunder for å vurdere innholdet og for å utarbeide en børsmelding fredag 10. februar. Offentliggjøring skulle likevel ha skjedd så snart som mulig, og burde i alle tilfeller ha

skjedd før børsåpning mandagen 13. februar. Selskapet har dermed ikke overholdt sin forpliktelse til å offentliggjøre innsideinformasjon så snart som mulig, jf. Regelbok II punkt 3.9.1 jf. MAR artikkel 17 nr. 1. Det foreligger dermed et brudd på informasjonsplikten.

5.4 Vurdering av skyld – alminnelig uaktsomhet

Som nevnt under punkt 2.4 er det krav om at den eller de som har opptrådt på vegne av Selskapet har utvist alminnelig uaktsomhet i forbindelse med overtredelsen av plikten til å rettidig offentliggjøre innsideinformasjon, og bruken av vilkårene for utsatt offentliggjøring i den forbindelse, for at børsen skal kunne ilegge Selskapet overtredelsesgebyr. Vurderingen vil som nevnt ta utgangspunkt i hvordan Selskapet har handlet sammenlignet med hvordan Selskapet burde ha handlet.

Som påpekt tidligere fremgår det av veiledningen til punkt 3.9.1 i Regelbok II en forutsetning om at utstederne har rutiner og prosedyrer som gjør at de kan håndtere informasjonspliktig informasjon overfor markedet når den oppstår. Plikten til å håndtere informasjonspliktig informasjon oppstår uavhengig av om innsideinformasjon oppstår i løpet av eller utenfor børsens åpningstider. Utstederne må være forberedt på å håndtere innsideinformasjonen umiddelbart når den oppstår for å kunne oppfylle plikten om «så snart som mulig offentliggjøre innsideinformasjon som direkte vedrører utstederen» jf. MAR artikkel 17 (1), og særlig aktsomhet må anses påkrevd når utsteder forventer å motta slik informasjon.

Selskapet mottok den avgjørende e-posten fra ARTTIC fredag 10. februar kl. 15:46. Ettersom e-posten mottatt noen timer før tilsa positive nyheter, kan det ikke fastslås at Selskapet forventet å motta negativ informasjon fra ARTTIC. Av e-posten 10. februar kl. 10:38 fremkom det imidlertid at det skulle være et møte mellom ARTTIC og koordinatoren samme ettermiddag, og at det ville komme informasjon etter dette. Selskapet forventet dermed å motta informasjon fra ARTTIC med hensyn til utbetalingen fra EDF samme dag. Det vises i den forbindelse også til den løpende dialogen med ARTTIC i januar og februar, herunder om konservative tiltak og redusert forskuddsbeløp fra NOK 25 millioner i én betaling til EUR 843 109 (ca. NOK 10 millioner) fordelt på tre transjer i 2023. Det vises også til at Selskapet 27. januar spurte om beløpet på EUR 843 109 kunne slås sammen til én betaling som et forskudd, og at man den 31. januar fikk beskjed om at man ville få tilbakemelding i løpet av de neste få dagene. Når Selskapet så etterspurte status 9. februar, og fikk til svar på formiddagen 10. februar at det ville komme informasjon etter et møte samme dag, må det kunne fastslås at Selskapet da forventet å motta konkret informasjon om beløp og utbetalingstidspunkt. Etter Oslo Børs' vurdering fremstår det som at Selskapet selv har vurdert at informasjonen om beløp og utbetalingstidspunkt var vesentlig, ettersom Selskapet i e-posten 9. februar skrev til ARTTIC at man vurderte å informere styret og markedet om den forsinkede betalingen.

Selskapet har selv uttalt at likviditetssituasjonen ikke ville ha blitt så akutt som den ble dersom utbetalingen hadde blitt utbetalt som først varslet. Selskapet hadde opprinnelig forventet utbetaling fra EDF i desember 2022, en forventning som deretter ble endret til tidlig januar 2023. Selskapet hadde altså ventet en god stund på utbetalingen, i tillegg til at man i januar ble informert om at man ikke ville få det opprinnelig planlagte forskuddet på NOK 25 millioner. Av dette må Selskapet ha vært særlig beredt på å vurdere likviditeten løpende. Selskapet førte et likviditetsbudsjett som hensyntok EDF-utbetalingen, og dette tilsier at Selskapet hadde oversikt over likviditetssituasjonen og viktigheten av EDF-utbetalingen. Selskapet burde derfor ha vært særlig årvåken med hensyn til all ny informasjon som kom fra EDF via ARTTIC.

På denne bakgrunn, og i lys av Selskapets likviditetshistorikk som nevnt under punkt 5.2.2, tallmaterialet som fremkom av utkast til Q4-rapporten av 8. februar, og at man ikke hadde noen klar plan for kapitalinnhenting, synes børsen det er overraskende at Selskapet ikke gjorde de nødvendige vurderingene av e-posten fra ARTTIC av 10. februar kl. 15:46 før mandag 13. februar kl. 13:00. Dette er særlig i lys av at Selskapet dagen før vurderte å informere styret og markedet om den forsinkede betalingen, og at ARTTIC kl. 10:38 den 10. februar uttrykte at man burde vente med offentliggjøring til etter mottak av neste e-post (som da kom kl. 15:46). Oslo Børs vurderer det som positivt at Selskapet var innom tanken om offentliggjøring den 9. februar, men dette tilsier også at Selskapet burde ha gjort tilsvarende vurdering da man mottok informasjon 10. februar som skapte usikkerhet om utbetalingstidspunkt.

Når Selskapet så gjorde vurderingene 13. februar burde man ha skjønnet at selv om den finansielle situasjonen var svekket så var den ikke så alvorlig som tilfellet oppstilt i ESMA's retningslinjer, og at man ikke nådde terskelen for å kunne utsette offentliggjøringen. Av dokumentasjon Oslo Børs har mottatt var det først i styremøte 14. februar at det ble uttrykt bekymringer rundt det planlagte tidspunktet for annonseringen av forholdet og Q4-rapporten, hvor et styremedlem også stilte spørsmål til ledelsen om ikke likviditetssituasjonen burde offentliggjøres separat.

E-posten av 10. februar kom mens markedet enda var åpent, og Selskapet forventet å motta viktig og konkret informasjon av betydning for Selskapets likviditet. I lys av de nevnte forhold burde Selskapet ha gjort de nødvendige vurderinger av e-posten og vilkårene for utsatt offentliggjøring da e-posten kom 10. februar kl. 15:46.

Basert på de ovennevnte vurderinger konkluderer børsen med at de som har opptrådt på vegne av Selskapet har utvist slik uaktsomhet som er nødvendig for å kunne ilegge administrative sanksjoner.

5.5 Overtredelsesgebyr

5.5.1 *Vurdering av om overtredelsesgebyr skal ilegges*

Som nevnt under punkt 2.5 må det foretas en vurdering av om overtredelsesgebyr skal ilegges etter en drøftelse av momentene i vphl. § 21-14 og fvl. § 46 (2). Momentene i de to bestemmelsene er til dels sammenfallende og i det nedenstående er momentene i forvaltningsloven kun vurdert når det ikke følger tilsvarende bestemmelser av vphl. § 21-14.

Børsen anser overtredelsen som grov, jf. vphl. § 21-14 nr. 1 om overtredelsens grovhet, fordi Selskapet forventet å motta informasjon om beløp og utbetaling 10. februar, lot det gå over fem virkedager fra mottak før man offentliggjorde, og ville forsøke å innhente kapital uten å informere om forholdet. Dette medførte videre at markedet i over tre handelsdager handlet aksjen i god tro uten kunnskap om den anstrengte likviditetssituasjonen.

Videre, og som redegjort for under punkt 5.4, vurderer Oslo Børs at de som har opptrådt på vegne av Selskapet har utvist alminnelig uaktsomhet, jf. vphl. § 21-14 nr. 2 om graden av skyld hos den som er ansvarlig for overtredelsen.

I en vurdering av Selskapets finansielle styrke, jf. vphl. § 21-14 nr. 3, er kjernen i denne saken Selskapets anstrengte likviditet. I ettertid av overtredelsen har Selskapet gjort kostnadskutt, samt sikret kortsiktig likviditet i forbindelse med kapitalinnhenting i form av ny egenkapital og ny gjeld. Selskapets kan likevel ikke anses å ha finansiell styrke, og det vises i den forbindelse til at Selskapet har inngått avtaler med dets ansatte samt styremedlemmene om forsinket betaling av lønn og gjeld. For ordens skyld vises det

også til Selskapets siste årsrapport, den konsoliderte årsrapporten for 2022, som ble offentliggjort 14. juni 2023. Av denne fremkommer det at Selskapet per 31. desember 2022 hadde en samlet omsetning på ca. NOK 6 millioner, mens driftskostnader var ca. NOK 94,8 millioner. Resultat før skatt var på ca. NOK -90,6 millioner. Selskapets kontantbeholdning var ca. NOK 6,8 millioner. De totale beløpene for selskapsgruppen var nokså like. Selskapets totale eiendeler var verdsatt til ca. NOK 115 millioner, bestående av blant annet ca. NOK 69 millioner som utsatt skatteeiendel, ca. NOK 31 millioner som aksjer i eller lån til datterselskaper og ca. NOK 13 millioner som omløpsmidler i form av kontantbeholdning og kortsiktige fordringer. Selskapets samlede egenkapital var ca. NOK 56 millioner, og Selskapets samlede gjeld var ca. NOK 59 millioner hvorav ca. 2/3 var langsiktig gjeld. Årsregnskapet er avlagt med forutsetning om «going concern», og det opplyses at kostnadskuttene og kapitalinnhentingene i 2023 har sikret Selskapet en «runway» ut året 2023. Revisor påpeker i sin beretning at Selskapets situasjon indikerer at det eksisterer en vesentlig usikkerhet som kan reise betydelig tvil om Selskapets evne til å fortsette som et «going concern». Selskapets konsoliderte rapport fra Q1 2023, som kun viser resultater fra selskapsgruppen, viser samlet omsetning på ca. NOK 9,7 millioner, driftskostnader på ca. NOK 12,1 millioner, og et resultat før skatt på ca. NOK -2,4 millioner. Selskapet opplyser i slik rapport at man fortsatt har en «runway» ut året 2023. Basert på det ovennevnte legger Oslo Børs til grunn at Selskapet har en begrenset finansiell styrke.

Når det gjelder den fortjenesten som er oppnådd eller tap som er unngått som følge av at markedet ikke var informert om den anstrengte likviditetssituasjonen før 15. februar 2023, er det ingenting som tilsier at Selskapet har oppnådd fortjeneste eller unngått tap, jf. vphl. § 21-14 nr. 4 om oppnådd fortjeneste eller unngått tap. Det fremstår imidlertid som at overtredelsen er begått for å fremme Selskapets interesser, jf. fvl. § 46 (2) bokstav d. Det vises i den forbindelse til at Selskapet ønsket å innhente kapital på fornuftige priser, og av den grunn ikke ønsket å offentliggjøre informasjonen.

Det vises videre til vphl. § 21-14 nr. 5 om hvorvidt tap er påført tredjeparter som følge av overtredelsen. Oslo Børs er ikke kjent med slike tap utover det verditapet de som kjøpte aksjen, uten kjennskap til den anstrengte likviditeten, opplevde da likviditetssituasjonen ble kjent i markedet. Det vises i den forbindelse til hendelsens kurs- og volumpåvirkning som redegjort for under punkt 3.2 over.

Selskapet har besvart børsens henvendelser og har vært samarbeidsvillig, jf. vphl. § 21-14 nr. 6 om vilje til å samarbeide med myndighetene. Oslo Børs bemerker imidlertid at det til dels har vært krevende å innhente relevant informasjon fra Selskapet da redegjørelsene ikke alltid var like tydelige eller presise. Det vises i den forbindelse blant annet til at Selskapet først sa at de mottok den avgjørende e-posten fra ARRTIC den 13. februar, men dette viste seg senere å ha vært 10. februar, som nevnt under punkt 5.1.

Når det gjelder tidligere overtredelser, jf. vphl. § 21-14 nr. 7, brøt Selskapet i oktober 2022 varslingsplikten overfor Oslo Børs ved beslutning om utsatt offentliggjøring av insideinformasjon. Selskapet mottok skriftlig advarsel fra Oslo Børs i denne forbindelse. Videre har Selskapet oversittet fristen for å offentliggjøre årsrapporten for 2022 med ca. to uker. I tillegg har Selskapet ikke levert Notifikasjon i foreliggende sak, selv om dette har blitt påpekt overfor Selskapet. Selskapet her dermed flere nyere overtredelser, selv om disse hver for seg ikke er like alvorlige som foreliggende sak. Etter børsens kunnskap er Selskapet ikke tidligere ilagt reaksjoner for den foreliggende overtredelsen av MAR, jf. fvl. § 46 (2) bokstav h.

Børsen er ikke kjent med at Selskapet har truffet tiltak for å hindre fremtidige overtredelser, jf. vphl. § 21-14 nr. 9 om andre relevante forhold, jf. MAR art. 31 (g) om tiltak truffet for å hindre gjentakelse. Oslo Børs har ikke identifisert andre relevante forhold.

Børsen anser overtredelsesgebyr for å ha en preventiv virkning for Selskapet for å unngå gjentatte brudd på reglene om offentliggjøring av innsideinformasjon, jf. fvl. § 46 (2) bokstav a om sanksjonens preventive virkning. Børsen forventer at selskaper som er tatt opp til handel på børsens markedsplasser har et bevisst forhold til regelverket og har rutiner og prosedyrer som sikrer overholdelsen. I foreliggende sak vurderer Oslo Børs at Selskapet kunne og burde ha vurdert forholdet som innsideinformasjon den 10. februar. Videre kunne og burde Selskapet ha bedre forståelse av vilkårene for utsatt offentliggjøring og formålet bak disse. Nødvendig opplæring og gode retningslinjer og prosedyrer internt kunne derfor ha forebygget overtredelsen, jf. fvl. § 46 (2) bokstav c.

Reglene om selskapenes informasjonsplikt og krav til håndtering av innsideinformasjon er av vesentlig betydning for markedsaktørens tillit til markedsplassen, som er nødvendig i et velfungerende kapitalmarked. En forutsetning for å ivareta markedets tillit er derfor at selskapene har nødvendig forståelse av hva reglene innebærer og at de etterleves fullt ut. Børsen konkluderer derfor med at overtredelsesgebyr bør ilegges Selskapet.

5.5.2 Utmåling

Reglene for utmåling av overtredelsesgebyr er endret etter implementeringen av MAR. Ved juridiske personers overtredelse av MAR artikkel 17 kan overtredelsesgebyret fastsettes til inntil NOK 22 millioner eller opptil 2 % av den samlede årsomsetningen i henhold til siste godkjente årsregnskap, jf. vphl. § 21-1 (3). Ved utmålingen kan det tas hensyn til de forhold som følger av vphl. § 21-14 og fvl. § 46 (2), som vurdert under punkt 5.5.1.

Oslo Børs har ved ett tilfelle ilagt overtredelsesgebyr etter implementeringen av MAR. Dette var mot Endúr ASA i vedtak av 12. januar 2023 om brudd på plikten til å offentliggjøre innsideinformasjon. Selskapet var i brudd med finansielle convenants, og ble gjort oppmerksom på dette av en tredjepart etter at halvårsrapporten og resultatpresentasjonen ble offentliggjort. Størrelsen på gebyret ble satt til NOK 200 000, som hvis man ser hen til tidligere regler om utmåling ville ha utgjort om lag én gangers årlig kursnoteringsavgift. Skjerpende omstendigheter var at selskapet ikke hadde bedre rutiner og prosedyrer, eller god nok økonomistyring for å avdekke forholdet på egenhånd. Formildende omstendigheter var bruddets varighet på én handelsdag, og særlig børsens saksbehandlingstid som hadde vært uforholdsmessig lang.

Før implementeringen av MAR var børsens regler at overtredelsesgebyr ikke kunne overstige 10 ganger årlig kursnoteringsavgift beregnet ut fra den seneste fakturerte samlede kursnoteringsavgiften for det aktuelle finansielle instrumentet som overtredelsen gjaldt for. Børsen vurderer at vedtak om overtredelsesgebyr under det tidligere regimet kan være veiledende, og ser derfor hen til tidligere, lignende saker.

Siste vedtak om overtredelsesgebyr før implementeringen av MAR, mot utsteder på Oslo Børs for brudd på offentliggjøring av innsideinformasjon, er mot Navamedic ASA av 3. desember 2020. Selskapet ble ilagt gebyr på to ganger kursnoteringsavgift for brudd på plikten til å offentliggjøre innsideinformasjon. Bruddet knyttet seg til en periode på 10 handelsdager. Formildende omstendigheter var at selskapet hadde behandlet informasjonen konfidensielt i slik periode slik at skadevirkningene syntes å være begrenset, samt at børsen hadde brukt noe lang saksbehandlingstid.

Også i den nevnte saken mot Sandnes Sparebank fra 2016 ble det ilagt overtredelsesgebyr for brudd på plikten til å offentliggjøre innsideinformasjon. Gebyret var fire ganger kursnoteringsavgiften. Selskapet hadde gitt børsen rettidig underhåndenvarslig, oppdatert børsen i etterkant, ført innsidelister, samt at det var ingen tegn på lekkasje av informasjon. Selskapets vurdering av om vilkårene for utsatt

offentliggjøring var oppfylt i hele perioden var imidlertid ikke korrekt. Bruddet forelå i en periode på 16 handelsdager. Dette var det første tilfelle at et selskap ble sanksjonert for ikke å ha oppfylt informasjonsplikten, i en situasjon hvor selskapet faktisk hadde besluttet og iverksatt utsatt offentliggjøring korrekt, etter at informasjonspliktreglene etter implementeringen av MAD var trådt i kraft. Gebyret ble derfor satt noe lavere enn hva en ren sammenligning med andre saker indikerte. Børsklagenemnden hadde ingenting å tilføye til børsens utmåling.

I 2015 ble Scana Industrier ASA ilagt overtredelsesgebyr på tre ganger årlig kursnoteringsavgift for brudd på informasjonsplikten. Informasjonen gjaldt manglende betaling i forbindelse med salg av et selskap. Børsen bemerket i den saken at det neppe ville vært anledning til å benytte utsatt offentliggjøring av informasjonen da forholdet var inntrådt og det var klart at betalingen ikke var mottatt. Markedet ville dermed blitt villedet hvis ikke en melding om manglende innbetaling ble offentliggjort, dette på grunn av forventninger gitt i tidligere kommunikasjon. Bruddet forelå i en lengre periode, herunder flere måneder, og ble kun omtalt kort i forbindelse med avleggelse av kvartalsrapport. Det ble ansett formildende at det hadde gått lang tid fra forholdet ble avdekket av børsen og frem til børsens avgjørelse.

Northland Resources S.A. ble i 2013 ilagt overtredelsesgebyr på syv ganger årlig kursnoteringsavgift for ikke å ha offentliggjort informasjon om forventet økte drifts- og investeringskostnader, samt effekt av endrede antagelser om øvrige forhold ville kunne påvirke selskapets inntekter og finansieringssituasjon. Det ble også innhentet fremmedkapital i denne perioden. Børsen vurderte at selskapet unnlot å påpeke avvik fra tidligere kommunikasjon til markedet, og at kommunikasjonen var selektiv. Skjerpene momenter var også bruddets varighet på nesten to måneder, sensitiviteten på opplysningene samt det store antallet personer utenfor selskapet som fikk kjennskap til informasjonen som kan ha bidratt til lekkasje. Børsen viste også til at selskapet hadde vært i en utfordrende finansiell situasjon, og at det da er særlig viktig at noterte selskaper utøver en korrekt informasjonshåndtering.

I foreliggende sak bemerker Oslo Børs at det er positivt at Selskapet gjorde en vurdering av hvorvidt det forelå innsideinformasjon, varslet Oslo Børs underhånden samt førte innsideliste. Dette er imidlertid forpliktelser som børsen forventer at blir overholdt. Oslo Børs mener at vurderingen av om det forelå innsideinformasjon ble gjort tre dager, herunder én handelsdag, for sent. Det er skjerpene at Selskapet lot det gå over helgen fra den avgjørende e-posten ble mottatt til Selskapet startet arbeidet med å analysere e-posten, særlig siden Selskapet forventet å motta informasjon. I tillegg til å gjøre vurderingen for sent, var Selskapets vurdering ikke korrekt med hensyn til om vilkårene for utsatt offentliggjøring var oppfylt. Forpliktelsen til å vurdere dette riktigh påhviler Selskapet. Det er skjerpene at Selskapet ønsket å fremme sine egne interesser ved å unnlate å offentliggjøre informasjon om likviditetssituasjonen, herunder at Selskapet ønsket å innhente kapital på fornuftige priser. Videre har Selskapet som beskrevet under punkt 5.5.1 flere nyere overtredelser, selv om disse ikke er like alvorlige som i foreliggende sak. I tillegg er Selskapet fortsatt i brudd med plikten til å sende Notifikasjon om innsideinformasjonen i foreliggende sak.

Det gikk litt over fem dager, herunder tre handelsdager, fra tidspunktet Oslo Børs mener at innsideinformasjonen forelå til forholdet ble offentliggjort. At varigheten er relativt kort er formildende. Selskapets begrensede finansielle styrke er også formildende.

Basert på de nevnte momentene vurderer Oslo Børs at et passende overtredelsesgebyr vil være i nedre sjikt. Basert på dette har Oslo Børs funnet at overtredelsesgebyrets størrelse bør utgjøre NOK 300 000, som hvis man ser hen til tidligere regler om utmåling ville ha utgjort om lag to ganger årlig kursnoteringsavgift.

6. Vedtak

«SoftOx Solutions AS ilegges overtredelsesgebyr pålydende NOK 300 000 i administrativ sanksjon for brudd på plikten til å offentliggjøre innsideinformasjon, jf. MAR artikkel 17 nr. 1, jf. Euronext Growth Oslo Regelbok II punkt 3.9.1, og jf. verdipapirhandelloven § 21-1 (5), jf. § 19-1 (3), jf. verdipapirforskriften § 17-1.»

3.2.14 Univid ASA – Kommentarer til ordlyd og formuleringer i børsmeldinger sett opp mot forbudet mot markedsmanipulasjon

Saken gjelder informasjonsgivning i børsmeldinger som kan være egnet til å villedde markedet og være i strid med god forretningsskikk iht. vphl. § 3-7, samt utsteders opplysningsplikt overfor Oslo Børs.

1. Introduksjon og oppsummering

Det vises til børsmelding fra Oslo Børs av 27. oktober 2023 kl. 16:57 hvor det fremgår at Oslo Børs har besluttet å stryke aksjene i Univid ASA («Selskapet») fra handel på Oslo Børs («Børsmelding om strykningsvedtak»). Videre vises det til børsmelding fra Selskapet av 29. oktober 2023 kl. 18:38 med Selskapets innvendinger til beslutning om strykning av aksjen fra handel på Oslo Børs («Børsmelding om innvendinger til strykningsvedtak») og børsmelding av 7. november 2023 kl. 00:01 om inngåelse av avtale mellom SEEYOU Ltd. («SEEYOU») og Selskapet («Børsmelding om avtaleinngåelse»). Selskapets børsmeldinger omtales i det videre felles som Børsmeldingene.

Som ledd i børsens oppfølging av løpende informasjonsplikt for selskaper tatt opp til handel, har avdeling for Markedsovervåkning ved Oslo Børs sett nærmere på Børsmeldingene. Oslo Børs har besluttet å ikke overprøve Selskapets vurdering av om Selskapets første forhandlinger vedrørende en selskaps sammenslåing med en ikke-navngitt forhandlingspart utgjorde innsideinformasjon. Oslo Børs ønsker likevel å knytte noen kommentarer til Selskapets valg av ordlyd og formuleringer i Børsmelding om innvendinger til strykningsvedtak, som ble kategorisert som ikke-informasjonspliktig informasjon. Videre vil Oslo Børs knytte noen kommentarer til korrespondansen mellom Selskapet og Oslo Børs.

2. Rettslig grunnlag

2.1 Offentliggjøring av innsideinformasjon

I henhold til Oslo Børs Regelbok II – Utstederregler («Regelbok II») punkt 4.2.1.1 jf. Markedsmisbruksforordningen («MAR») artikkel 17 nr. 1 skal utsteder så snart som mulig offentliggjøre innsideinformasjon som direkte vedrører utstederen. I henhold til MAR artikkel 7 nr. 1 a) utgjør innsideinformasjon:

«Presise opplysninger som ikke er blitt offentliggjort, som direkte eller indirekte vedrører en eller flere utstedere eller ett eller flere finansielle instrumenter, og som er egnet til å påvirke kursen på disse finansielle instrumentene eller kursen på tilknyttede finansielle derivater merkbart dersom de blir offentliggjort.»

Videre følger det av MAR artikkel 7 nr. 2 at informasjonen skal anses å være presis dersom:

«de indikerer at en eller flere omstendigheter foreligger, eller at det er rimelig å forvente at de kan komme til å foreligge, eller en hendelse som har inntruffet,

eller som det er rimelig å forvente at kan komme til å inntreffe, dersom disse opplysningene er tilstrekkelig spesifikke til at det kan trekkes en slutning om den mulige påvirkningen disse omstendighetene eller denne hendelsen kan ha på kursene på de finansielle instrumentene (...).»

2.2 Markedsmanipulasjon

Det følger av MAR artikkel 15 at:

«Markedsmanipulasjon og forsøk på markedsmanipulasjon er forbudt.»

Hva som anses å utgjøre markedsmanipulasjon er definert i MAR artikkel 12 nr. 1, hvor det av bokstav c) blant annet fremgår at markedsmanipulasjon omfatter:

«Utbredelse av opplysninger gjennom mediene, herunder internett, eller på enhver annen måte som gir eller er egnet til å gi falske eller villedende signaler om tilbudet, etterspørselen eller kursen på et finansielt instrument (...), eller som sikrer eller er egnet til å sikre kursen på ett eller flere finansielle instrumenter (...), herunder utbredelse av rykter, dersom vedkommende som har utbredt opplysningene, visste eller burde ha visst at opplysningene var falske eller villedende.»

2.3 God forretningsskikk

Det følger av verdipapirhandelloven («vph») § 3-7 at:

«Ingen må benytte urimelige forretningsmetoder ved handel i finansielle instrumenter.

God forretningsskikk skal iakttas ved henvendelser som rettes til allmennheten eller til enkeltpersoner og som inneholder tilbud eller oppfordring til å fremsette tilbud om kjøp, salg eller tegning av finansielle instrumenter eller som ellers har til formål å fremme handel i finansielle instrumenter.»

2.4 Opplysningsplikt til Oslo Børs

Det følger av Regelbok II punkt 2.8 at:

«Oslo Børs kan kreve at Utstederen, Utstederens ansatte og tillitsvalgte uten hinder av taushetsplikt, gir Oslo Børs de opplysninger som er nødvendige for at Oslo Børs skal kunne oppfylle sine lovbestemte plikter. Første punktum gjelder også for Managementselskap.»

Bestemmelsen svarer til verdipapirhandelloven § 12-2 (7).

3. Faktiske omstendigheter

3.1 Børsmelding om strykningsvedtak

Den 27. oktober 2023 kl. 16:57 publiserte Oslo Børs Børsmelding om strykningsvedtak hvor det fremgikk at Oslo Børs hadde besluttet å stryke aksjene i Selskapet fra notering. Bakgrunnen for strykningsvedtaket var at Selskapet, etter gjennomført salg av Selskapets kjernevirksomhet innen blokkjede-teknologi den 8. april 2023, ikke lenger tilfredstilte kravene for opptak til handel og således ikke lenger var egnet for notering.

3.2 Børsmelding om innvendinger til strykningsvedtak

Selskapet kommenterte strykningsvedtaket i Børsmelding om innvendinger til strykningsvedtak den 29. oktober 2023 kl. 18:38. Selskapet opplyste om at vedtaket om strykning kom overraskende på Selskapet samt at vedtaket kom på et tidspunkt hvor Selskapet var nært forestående å fullføre og å kunngjøre en avtale om en betydelig virksomhetssammenslåing.

3.3 Forespørsel fra Oslo Børs til Selskapet

På bakgrunn av informasjon i Børsmelding om innvendinger til strykningsvedtak og informasjon gitt til Oslo Børs ved avdeling for Notering i forbindelse med strykningsprosessen, besluttet avdeling for Markedsovervåking ved Oslo Børs å sende forespørsel til Selskapet den 2. november 2023. Selskapet ble bedt om å redegjøre for forhandlingsprosessen med en ikke-navngitt part henvist til i Børsmelding om innvendinger til strykningsvedtak, Selskapets vurderinger rundt hvorvidt de nevnte forhandlingene utgjorde innsideinformasjon og vurderinger rundt utsatt offentliggjøring.

Selskapet besvarte henvendelsen den 6. november 2023. I svaret viste Selskapet til at man hadde vært i dialog med flere interessenter rundt en mulig selskapsammenslåing, men at man hadde kommet lengst med og hadde størst tro på et mulig samarbeid med ██████████ («██████»). Dialogen med ████████ knyttet seg til en mulig transaksjon hvor Selskapet skulle overta ██████████ og dialogen hadde bestått av samtaler per telefon og e-post og avholdelse av noen fysiske møter. Partene hadde imidlertid ikke utvekslet eller inngått noen avtale, sett bort ifra grovutkast til en intensjonsavtale.

På spørsmål om hvilke vurderinger Selskapet hadde gjort seg med hensyn til innsideinformasjon fikk børsen opplyst at Selskapet ikke anså forhandlingene for å utgjøre innsideinformasjon. Dette blant annet i lys av at det gjensto ulike strukturspørsmål, at de nærmere vilkårene i en intensjonsavtale ikke var omforent, at forholdet ikke var styrebehandlet verken i Selskapet eller ████████ og at det ikke var inngått noen avtale. Selskapet opplyste videre om at Selskapet først anså det for å være en realistisk mulighet for en transaksjon ved signering av en intensjonsavtale med ████████.

3.4 Børsmelding om avtaleinngåelse

Den 7. november 2023 kl. 00:01 publiserte Selskapet Børsmelding om avtaleinngåelse hvor det fremgikk at Selskapet hadde inngått en aksjebytteavtale med enkelte aksjonærer som representerte 81,5 % av aksjene i SEEYOU. Forholdet ble kategorisert som innsideinformasjon og var i forkant meldt inn til Oslo Børs underhånden for utsatt offentliggjøring.

3.5 Ny forespørsel fra Oslo Børs til Selskapet

På bakgrunn av informasjon i Børsmelding om avtaleinngåelse og informasjon gitt til børsen vedrørende forhandlingene med ████████, besluttet Oslo Børs å sende en ny forespørsel til Selskapet den 13. november 2023. Selskapet ble bedt om å redegjøre for vurderingene rundt innsideinformasjon i forhandlingene med SEEYOU og bakgrunnen for at Selskapet hadde kategorisert disse forhandlingene som innsideinformasjon, men ikke forhandlingene med ████████. Det ble også bedt om informasjon rundt hvorvidt Selskapet og SEEYOU hadde inngått en intensjonsavtale.

Selskapet besvarte henvendelsen den 14. november 2023. Selskapet opprettholdt at forhandlingene med ████████ ikke ble ansett for å utgjøre innsideinformasjon av Selskapet,

da det ikke forelå tilstrekkelig grad av sannsynlighet for at en transaksjon ville bli avtalt og videre at forhandlingene med █████ om en intensjonsavtale heller ikke utgjorde et mellomsteg i en trinnvis prosess som var egnet til å påvirke kursen på Selskapets aksjer. Det ble også vist til at transaksjonen ikke var styrebehandlet verken i Selskapet eller █████, hvilket medførte en reell usikkerhet rundt hvorvidt det var grunnlag for å bli enige om en transaksjon og at █████ trengte tid for å områ seg og vurdere transaksjonen. Forhandlingene pågikk i ca. en måneds tid.

Vedrørende forhandlingene med SEEYOU opplyste Selskapet at forholdet ble ansett for å utgjøre innsideinformasjon ettersom det i forhandlingene med SEEYOU deltok beslutningstakere fra begge parter, det var en klar vilje om å bli enige om en transaksjon og begge parter hadde en felles forståelse og et felles ønske om å inngå en avtale meget raskt. Selskapet og SEEYOU gikk videre rett inn i forhandlinger om en transaksjonsavtale, i stedet for først å gå veien om en intensjonsavtale. Etter Selskapets oppfatning var det således vesentlige forskjeller i de to forhandlingsprosessene som igjen var bakgrunnen for at kun det ene forholdet ble ansett som innsideinformasjon. Forhandlingene med SEEYOU pågikk i underkant av en uke før Selskapet klassifiserte det som innsideinformasjon og meldte forholdet til Oslo Børs underhånden for utsatt offentliggjøring, og deretter tre dager før forholdet ble offentliggjort.

4. Oslo Børs' vurdering

4.1 Formuleringer i børsmelding holdt opp mot forbudet mot markedsmanipulasjon

Oslo Børs har sett nærmere på Børsmelding om innvendinger til strykningsvedtak. Basert på korrespondansen med Selskapet forstår Oslo Børs Selskapet dithen at forhandlingene med █████ ikke utgjorde innsideinformasjon ettersom flere forhold fortsatt var uavklart, at en mulig transaksjon ikke var styrebehandlet og at man ikke enda hadde inngått noen avtale. Selskapet var imidlertid positiv til █████ og hadde forhåpninger om et mulig fremtidig samarbeid.

Oslo Børs ønsker å understreke at forhandlinger om og inngåelse av avtale om selskapssammenslåing på generelt grunnlag kan utgjøre innsideinformasjon. Dersom et selskap står uten virksomhet og i realiteten er et tomt selskapsskall, og i tillegg er avhengig av å få på plass ny virksomhet for fortsatt notering, kan det tale for at forhandlinger om en selskapssammenslåing er informasjon som er «egnet til å påvirke kursen». Det må likevel også foretas en konkret vurdering av om vilkåret om presise opplysninger er oppfylt, herunder om det basert på forhandlingene var «rimelig å forvente» at en avtale ville bli inngått. Slik Oslo Børs har forstått det vurderte Selskapet at forhandlingene med █████ ikke var tilstrekkelig konkrete eller omforent til at det i slutten av oktober 2023 var «rimelig å forvente» at man ville inngå en avtale om selskapssammenslåing. Dermed var ikke vilkårene for innsideinformasjon oppfylt.

Oslo Børs har valgt å ikke overprøve Selskapets vurdering av om forhandlingene med █████ utgjorde innsideinformasjon. Oslo Børs stiller likevel spørsmål ved informasjonen i Selskapets Børsmelding om innvendinger til strykningsvedtak. Oslo Børs ønsker derfor å knytte noen merknader til innholdet i denne meldingen holdt opp mot forbudet mot markedsmanipulasjon i MAR artikkel 15 og kravet til god forretningsskikk jf. vphl § 3-7.

I Børsmelding om innvendinger til strykningsvedtak gir Selskapet uttrykk for at Selskapet var svært nær å inngå en avtale om en selskapssammenslåing med █████. Blant annet skriver Selskapet at "*the company has made noteworthy progress in its ambition and was near to complete and announce a significant business combination with the potential of creating increased value for all shareholders*" (vår understrekning).

Overfor avdeling for Markedsovervåking har Selskapet derimot henvist til de mange usikkerhetsmomentene i forhandlingene med █████ som begrunnelse for hvorfor Selskapet konkluderte med at forhandlingene ikke utgjorde innsideinformasjon. Herunder at det gjensto ulike strukturspørsmål, at vilkårene i en avtale ikke var omforent, at forholdet var ikke styrebehandlet og at det ikke var inngått noen avtale.

Informasjonen i Børsmelding om innvendinger til strykningsvedtak står i sterk kontrast til Selskapets egne vurderinger og den informasjon som er blitt oversendt avdeling for Markedsovervåking. Det kan derfor stilles spørsmål ved om informasjonen i Børsmelding om innvendinger til strykningsvedtak var egnet til å villede, ved at det gis uttrykk for at forhandlingene var kommet lengre enn hva som faktisk var realiteten.

Det er Oslo Børs' vurdering at Børsmelding om innvendinger til strykningsvedtak inneholdt informasjon som var egnet til å skape misforståelser rundt situasjonen og realiteten i de pågående forhandlingene. Det forventes at børsnoterte utstedere har klar og tydelig kommunikasjon i børsmeldinger for å unngå misforståelser og spredning av villedende informasjon til markedet, samt av hensyn til utsteders og markedets integritet. Overdreven språkbruk kan videre være egnet til å villede markedet, hvilket kan stride med forbudet mot markedsmanipulasjon, jf. MAR artikkel 15, og mot god forretningsskikk, jf. vphl § 3-7. Offentliggjøringen av Børsmelding om innvendinger til strykningsvedtak var derfor kritikkverdig og ikke i tråd med de normer som forventes av noterte utstedere ved henvendelser til allmennheten.

4.2 Kommentarer til Selskapets korrespondanse med Oslo Børs

Oslo Børs ønsker videre å knytte noen kommentarer til Selskapets korrespondanse med børsen holdt opp mot utsteders opplysningsplikt jf. Regelbok II punkt 2.8. Herunder korrespondanse med Noteringsavdelingen i forbindelse med prosess om strykning og korrespondanse med avdeling for Markedsovervåking i forbindelse med Selskapets løpende informasjonsplikt.

Oslo Børs kan kreve at utstedere, uten hinder av taushetsplikt, gir Oslo Børs de opplysninger som er nødvendige for at Oslo Børs skal kunne oppfylle sine lovbestemte plikter jf. Regelbok II punkt 2.8. Dersom Oslo Børs sender ut en forespørsel og ber om oversendelse av informasjon, forventes det at utsteder gir nødvendig, samt korrekt og presis informasjon.

I forbindelse med strykningsprosess av Selskapets aksjer sendte Selskapet inn merknader til brev fra Oslo Børs den 4. desember 2023 («**Merknader til brev fra Oslo Børs**»). I punkt 5.1 i dette brevet skriver Selskapet at man på tidspunktet for børsens strykningsvedtak var i konkrete forhandlinger med █████ som hadde intensivert seg i siste halvdel av oktober 2023. Selskapet skriver blant annet at *«partene hadde fysiske møter i utlandet (...), Selskapet hadde sendt over utkast til intensjonsavtale 10. oktober 2023, Selskapet hadde signert mandatavtale med Sparebank 1 Markets (...), ledelsen i selskapene hadde intensivert diskusjonene om vilkår, struktur og prosess 10 dager før 27. oktober 2023 (...) og partene deler ulike dokumenter vedr. tidsplan og struktur.»*

Videre argumenterer Selskapet med at det ikke var grunnlag for strykning av Selskapets aksjer den 27. oktober 2023 idet *«forhandlingene var tilstrekkelig konkrete og fremskredet til at Selskapet måtte anses å være «involved» i en «corporate transaction» på dette tidspunktet»*.

Overfor avdeling for Markedsovervåking opplyser Selskapet derimot at det den 27. oktober 2023 gjensto ulike strukturspørsmål i forhandlingene, at vilkårene i en intensjonsavtale ikke var omforent og at det først ville være en realistisk mulighet for en transaksjon ved signering av en intensjonsavtale.

Basert på overnevnte finner Oslo Børs at Selskapet ikke har gitt sammenfallende og konsekvent informasjon til Oslo Børs vedrørende forhandlingene med █████. Selskapet synes å tilpasse sine tilbakemeldinger avhengig av bakgrunnen for forespørselen og hvem som har etterspurt informasjonen. Dette er svært kritikkverdig. Overfor Noteringsavdelingen argumenterer Selskapet med at forhandlingene med █████ var kommet så langt at Selskapet på tidspunktet for børsens strykningsvedtak måtte anses «involved in a corporate transaction», og at det derfor ville innebære en vesentlig ulempe for aksjonærene om aksjene ble besluttet strøket fra notering jf. vilkåret i forordning (EU) 2017/565 artikkel 80 (1) c). Overfor Markedsovervåking argumenterer derimot Selskapet med at forhandlingene ikke var kommet tilstrekkelig langt og at det fortsatt var en reell usikkerhet rundt en eventuell transaksjon til at forhandlingene kunne anses å utgjøre presise opplysninger som var egnet til å påvirke kursen. Oslo Børs bemerker at vurderingen av «involved in a corporate transaction» i forbindelse med en strykningsprosess og vurderingen av innsideinformasjon i forbindelse med utsteders informasjonsplikt er to atskilte vurderinger med ulike terskler og vurderingsparametere. Det sentrale i foreliggende sak er likevel at Selskapet har beskrevet og fremstilt forhandlingene med █████ ulikt i sin korrespondanse med avdeling for Notering på den ene side og avdeling for Markedsovervåking på den annen side. Dette har skapt stor usikkerhet rundt innholdet av forhandlingsprosessen med █████ og hvor langt partene rent faktisk var kommet.

Oslo Børs forventer at selskaper gir nødvendig, samt korrekt og presis informasjon i forbindelse med en forespørsel fra børsen. Dette gjelder også der informasjonen kan bidra til å avdekke brudd på selskapets forpliktelser etter verdipapirlovgivningen eller børsens eget regelverk. En utsteder må avstå fra å moderere informasjonen som gis til Oslo Børs på bakgrunn av type forespørsel eller hvilke avdeling på børsen som etterspør informasjonen. Dette er viktig for at Oslo Børs og markedet skal kunne ha tillit til den respektive utsteder, og for å bevare både utstederens og markedets integritet.

Oslo Børs forbeholder seg retten til å kunne gjøre dette brevet offentlig tilgjengelig på børsens hjemmeside på samme grunnlag som andre beslutninger og uttalelser til veiledning for markedsaktørene.

3.3 Periodisk informasjonsplikt – regnskapsrapportering

3.3.1 Finansiell kalender

Oslo Børs har sendt en rekke advarsler til utstedere på Oslo Børs og Euronext Growth Oslo vedrørende mangelfulle finansielle kalendere, samt manglende publisering gjennom funksjonaliteten «Finansiell kalender» i NewsPoint. Utstederne har i den forbindelse blitt påminnet bestemmelsen i Oslo Børs Regelbok II punkt 4.3.3 / Euronext Growth Oslo Regelbok II punkt 3.12.6:

(1) Utstederen skal senest innen årets utgang offentliggjøre en finansiell kalender. Finansiell kalender skal vise planlagte datoer for offentliggjøring av Utstederens årsrapport, halvårsrapport, delårsrapport og avholdelse av Selskapets ordinære generalforsamling påfølgende år.

(2) Dersom tidspunktene endres skal Utsteder offentliggjøre endringene straks disse er besluttet.

(3) Utstederen skal offentliggjøre finansiell kalender ved bruk av funksjonaliteten "Finanskalender" i NewsPoint.

3.3.2 – Årsrapport og halvårsrapport

Oslo Børs har sendt en rekke advarsler til utstedere på Oslo Børs og Euronext Growth Oslo vedrørende manglende overholdelse av fristen til å offentliggjøre årsrapport, samt manglende lagring via NewsPoint. Relevante utstederne har i den forbindelse blitt plassert i Penalty Bench så lenge bruddet foreligger, samt blitt tilsendt kritikk og advarsel per mail.

Oslo Børs anser finansiell informasjon som av vesentlig betydning for vurderingen av et selskap, og utgjør grunnlaget for investeringsbeslutninger. Det er derfor viktig at finansiell informasjon blir rettidig offentliggjort og ivaretar formålet til bestemmelsene om offentliggjøring og lagring av finansiell informasjon.

3.3.3 – ██████████, Kopi til Oslo Børs når sekundærnotert med Norge som vertsstat, Oslo Børs, 07.06.2023

Saken gjaldt oversendelse av informasjon til Oslo Børs for utstedere som er sekundærnotert på norsk regulert marked etter Regelbok Del II punkt 4.8.3.3 (5). Oslo Børs bemerket at utsteder selv er ansvarlig for at kopi av informasjon og dokumenter som utsteder er pålagt å offentliggjøre, kommer frem til Oslo Børs senest samtidig som offentliggjøringen på andre plasser.

Det vises til børs melding fra ██████████ («Selskapet») av ██████████ kl. ██████████ hvor Selskapets Q2-rapport ble offentliggjort på NewsWeb. Slik rapport ble offentliggjort på Nasdaq i ██████████ kl. ██████████ samme dato.

Det følger av Regelbok II punkt 4.8.3.3 (5) at sekundærnoterte utstedere med Norge som vertsstat skal sende Oslo Børs kopi av alle opplysninger som utstederen er pålagt å offentliggjøre i henhold til regelverket, herunder opplysninger som utstederen offentliggjør i henhold til hjemstatens lovgivning. Det følger videre av bestemmelsen at kopi skal sendes elektronisk samtidig som offentliggjøring finner sted. Selskapet har oversittet denne fristen.

Oslo Børs er gjort oppmerksom på at Selskapet sendte rapporten via ██████████ til NewsWeb. Vi ser at det ble generert en feilmelding til ██████████ i forbindelse med slik innsendelse. ██████████ har opplyst at de ikke har mottatt eller sett feilmeldingen. Til dette gjør vi oppmerksom på at Selskapet selv må bære ansvaret for rettidig oversendelse av kopi, og vi vil uansett anbefale Selskapet for fremtidige oversendelser å sjekke på NewsWeb om innsendelsen er gjort.

Oslo Børs har besluttet å ikke forfølge saken videre utover denne e-posten. Selskapet gjøres likevel oppmerksom på at saken kan ha betydning for reaksjonsform ved eventuelle gjentatte brudd på børsens regelverk.

4 MEDLEMSFORPLIKTELSER – HANDELSREGLER

N/A

5 OVERTAKELSESTILBUD

5.1 Kontrollerte tilbud 2023

Overtakelsestilbud etter vphl. kap. 6

| Selskap | Tilbyder | Pliktig/frivillig tilbud | Dato godkjent |
|------------------------|-------------------------|----------------------------------|---------------|
| Meltwater N.V. | MW Investment B.V. | Frivillig tilbud ^{1, 3} | 30.03.2023 |
| Kahoot! ASA | Kangaroo BidCo AS | Frivillig tilbud | 27.07.2023 |
| Frøy ASA | Falcon Bidco. AS | Pliktig tilbud ² | 16.08.2023 |
| Self Storage Group ASA | T-C Storage HoldCo AB | Frivillig tilbud | 11.10.2023 |
| Q-Free ASA | Juniper Holdco AS | Pliktig tilbud | 26.10.2023 |
| Kahoot! ASA | Kangaroo BidCo AS | Pliktig tilbud | 15.11.2023 |
| Northern Drilling Ltd | Hemen Holding Limited | Pliktig tilbud | 07.12.2023 |
| BW Energy Limited | BW Group Limited | Pliktig tilbud | 13.12.2023 |
| Adevinta ASA | Aurelia Bidco Norway AS | Frivillig tilbud ³ | 22.12.2023 |

1 Delt myndighet med Nederland

2 Pliktig tilbud kombinert med tvangsinnløsning

3 Aksjevederlag

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

| Selskap | Innløser | Dato godkjent |
|------------------------|-----------------------|---------------|
| Self Storage Group ASA | T-C Storage HoldCo AB | 06.12.2023 |

5.2 Tilbudsplikt

5.2.1 Amalgamation og tilbudsplikt (e-postkorrespondanse 24.03.2023)

E-post vedrørende gjennomføring av amalgamation prosess etter Bermuda rett og hvordan det forholder seg til frivillig/pliktig tilbud etter verdipapirhandelloven.

E-post fra tilbyders rådgiver, 15.03.2023:

Vi har en klient som vurderer ulike strukturer for å erverve samtlige, eller en vesentlig andel av, aksjene i et Bermuda-selskap notert på Oslo børs. I den forbindelse har det dukket opp et spørsmål vi gjerne skulle ha avklart - overordnet og på no-name basis (vi er foreløpig instruert om å holde klienten konfidensiell).

Spørsmålet gjelder forholdet mellom et pliktig/frivillig tilbud etter verdipapirhandelloven og en "amalgamation"-prosess etter bermudisk rett - vil det være mulig å iverksette en amalgamation-prosess mens tilbudsperioden under et pliktig eller frivillig tilbud løper, eller vil generalforsamlingen være stengt fra å vedta amalgamation frem til tilbudet er gjennomført? Gitt at begrensningen på å ikke stemme for aksjer over tilbudspliktgrensen iakttas av tilbyder (vphl 6-8 (5)) og forutsatt at et slik vedtak om amalgamation fungerer fra et Bermuda-perspektiv, er vår umiddelbare tanke er at dette burde være mulig fra et

vphi-ståsted så lenge tilbudsplikten ikke omgås, dvs. at aksjonærer som har akseptert tilbudet fremdeles vil ha krav på oppgjør fra tilbyder.

Vi diskuterer gjerne i et teamsmøte om du er tilgjengelig. Ingen bråhast.

Svar fra Oslo Børs i e-post 24.03.2023:

Fra vårt ståsted ser ikke vi noe hinder for å iverksette en amalgamation prosess mens et frivillig/pliktig tilbud løper så lenge aksjonærene fullt ut kan akseptere og få oppgjør i henhold til tilbudet, forutsatt at et slikt opplegg lar seg gjøre etter Bermuda rett. Det er avgjørende at amalgamation i dette tilfellet ikke på noen måte hindrer gjennomføring av tilbudet. Det kan trekkes parallell mot forholdet mellom kombinert pliktig tilbud og tvangsinnløsning etter norsk rett.

Hører fra deg hvis det skulle være noe er i tilknytning til dette.

5.2.2 Pris pliktig tilbud – utbytte (e-postkorrespondanse 05.05.2023)

E-post vedrørende justering av tilbudspris i pliktig tilbud som følge av utbetaling av utbytte i målselskap.

E-post fra tilbyders rådgiver, 03.05.2023:

Jeg har et lite spørsmål som jeg gjerne skulle hatt bekreftet for sikkerhets skyld.

Etter det jeg kan se fra forarbeidene til den gamle verdipapirhandelloven fra 1997 (Ot.prp. nr 29 (1996-97) punkt 9.2.12) er det forutsatt at pliktig tilbudspris skal justeres for utbetaling av utbytte (og andre justeringer som aksjesplitt, fondsemisjon etc). Det vil i så fall bety at dersom et målselskap utbetaler NOK 1 i utbytte i løpet av pliktig tilbudsperiode, så blir tilbudsprisen justert ned tilsvarende med NOK 1. Dette virker logisk økonomisk sett og har som nevnt støtte i forarbeidene, men gitt at de nevnte forarbeidene er noe gamle, og det at lovteksten er taus om forholdet, ville jeg gjerne ha bekreftet at børsen deler denne oppfatningen.

Ring meg gjerne hvis det er enklere å diskutere over telefonen.

Svar fra Oslo Børs i e-post 05.05.2023:

Det du beskriver er i tråd med praksis, ved slik utbetaling fra målselskapet til aksjonærene. Det vises i den sammenheng til Vedtak & uttalelser 2003 pkt 6.2.2, se også 2007 pkt. 6.2.7. Normalt sett er tekst vedrørende dette og endringer vedrørende aksjekapital mv omtalt i tilbudsdokumentet.

5.2.3 Takeover questions: Trading activities (e-postkorrespondanse) 22.05.2023

Spørsmål tilknyttet tilbudsplikten for en investeringsbank hvor andre avdelinger i banken tilbyr investeringstjenester for sine kunder. Spørsmålene knytter seg til utregningen av tilbudsprisen etter verdipapirhandelloven § 6-10 (4) hvor tilbyders nærstående har bistått i enkelte investeringstjenester for kunder.

E-post fra tilbyders rådgiver:

We are currently assisting an investment bank with a potential takeover bid on a company listed on the main list. An entity that is part of the investment bank's group acts as the general partner and manager for a fund, and the takeover offer would be

made by the fund. The bank and the fund would consequently act in concert pursuant to section 6-5, cf. 2-5 of the Norwegian Securities Trading Act. The same investment bank has other departments (which are separated by information barriers from the investing department) providing investment services to its clients.

We have three questions to Oslo Børs as Takeover Supervisory Authority regarding the scope of "acquisition" in section 6-1 and the trades to take into consideration when calculating the lowest offer price permitted pursuant to section 6-10(4).

1. **Riskless Principal buying shares on exchange for client (client request):** A different department in the bank than the one making the potential takeover bid (which is separated by information barriers) provides agency, or rather "risk-less principal", trading services on an ongoing basis, i.e. acquiring shares on orders from clients. Following the order from the client, the shares in question are initially acquired by the bank on its own books and immediately thereafter sold and delivered to the client on the same date at the same price as acquired for by the bank in market. Would such trading on client's behalf be taken into consideration when calculating the lowest offer price permitted pursuant to section 6-10(4) of the Norwegian Securities Trading Act?

While not exempted explicitly in chapter 6 of the Norwegian Securities Trading Act, we are of the view that trades on behalf of clients in this manner would not be considered an "acquisition" by the bank pursuant to section 6-1. While the bank will be the formal acquirer of the shares and, at least theoretically, have the shareholders' rights to such shares for a few minutes or hours, the purpose of the rules is to capture acquisitions made by the potential bidder in an effort to obtain control of the shares being acquired, not acquisitions made by a bank as part of an investment service provided to its client. Further support for this conclusion may be found in the exemptions from the obligation to disclose large shareholdings pursuant to chapter 4 of the Norwegian Securities Trading Act. Pursuant to section 4-5, both acquisitions of shares acquired for the sole purpose of clearing and settling within T+2 where there is a pre-existing obligation to sell the shares to a third party and shares held in the trading book of an investment bank (up to 5% of the votes) shall be excluded when calculating whether a disclosure obligation has been triggered. We believe the same situations should be excluded when considering the acquisitions to be taken into consideration when calculating the lowest offer price permitted pursuant to section 6-10(4) of the Norwegian Securities Trading Act.

2. **Borrowing shares or receiving shares previously lent out:** The same or A different department in the bank than the one making the potential takeover bid (which is separated by information barriers) may borrow and receive shares previously lent out. We appreciate that the Norwegian preparatory works include certain statements that borrowing shares may be a transaction triggering a mandatory bid obligation. However, as there is no price attached to the activity, we do not see how the borrowing and/or receipt of previously lent out shares may be used to calculate the lowest offer price permitted pursuant to section 6-10(4) of the Norwegian Securities Trading Act, and we kindly ask Oslo Børs to confirm that you agree.
3. **Buying shares as principal to hedge client derivative:** A different department in the bank than the one making the potential takeover bid (which is separated by information barriers) may need to purchase shares to hedge its exposure under client-initiated derivatives. Typically, this would be where a client has entered into a long total return swap and the bank has to purchase shares as a hedge to that TRS. Similarly, the bank may need to purchase shares where it has put or call

options facing a counterparty. Given that the described trade is temporary by nature, is initiated due to a client entering into a derivative product and serves only to hedge the exposure for the bank as a counter-party to the derivative product, would such a trade by the bank be taken into consideration when calculating the lowest offer price permitted pursuant to section 6-10(4) of the Norwegian Securities Trading Act?

Svar fra Oslo Børs i e-post:

Pursuant to the Norwegian Securities Trading Act (the "**STA**") section 6-10 (4) the offer price in a mandatory offer shall be the highest paid consideration the offeror has paid or agreed in the period six months prior to the offer obligation was effective. In relation to provisions regarding the offer obligation, shares owned or acquired by a shareholder's related parties as mentioned in the STA section 2-5 are considered equal to the shareholder's own shares. This includes entities within the same group, or in this situation departments within the same bank.

With regard to the specific questions in your e-mail, please see the following answers:

Question 1:

The objective of the provisions regarding the offer price is equal treatment of shareholders, i.e. that the shareholders should also be able to benefit from the price that the offeror has been willing to pay in order to gain control of the target company. However, in this case where the acquisition of shares has been made as part of the investment services to customers, the objective will not apply. The motivation behind the trade will therefore not be to act as an investor in the target company or carry out the trade as part of own capital management, unlike in more ordinary acquisitions. In this connection, reference is made to Decisions and Statements 2021 item 5.2.6.

If such trades were to be used as a basis for determining the offer price, this would in practice mean that an investment firm that is part of a group would be unable to provide certain investment services to its customers, as this type of business would become decisive for the offer price another group company would have to pay for the shares in a later offer.

With regard to this, Oslo Børs is of the opinion that such acquisitions of shares as a starting point will not have any impact for the determination of the offer price in a mandatory offer. Oslo Børs will, however, clarify that the acquisition of shares that takes place in connection with the exercise of investment services will have to be assessed concretely in each individual case.

Question 2:

On a general basis, borrowing shares is not considered as an "acquisition" pursuant to the STA section 6-1. Nevertheless, we refer to the statement in Ot.prp. no. 29 (1996-1997) p. 70. Pursuant to the preparatory works this will be subject to an assessment in each case, whereby the main question is whether the situation leads to a change of control in which implies that the other shareholders should be given the opportunity to sell their shares.

In cases where shares have been borrowed, there will be no purchase price per share to include in the calculation of the offer price. Provided that the loan of shares is considered an "acquisition" according to the STA section 6-1, the offer price cannot to be calculated based on the agreed price for the last six months, as

no remuneration has been paid. With reference to the Stock Exchange Appeals Committee (Nw.: *Børsklagenemnden*) case 5/2006 (Wilson ASA), it is therefore more natural to base the calculation on the share market price.

Question 3:

Compared to other typical bank activities, the acquisition of shares to hedge the bank's exposure is not made in the interest of a customer. The acquisition is done in the interest of the bank, though in relation to other bank activities such as TRS agreements. Nevertheless, the TRS agreements or other derivative arrangements normally do not include an obligation for the bank to hedge its exposure through acquisitions. Therefore, with respect to the objective of acquisitions in relation to hedging of exposure, Oslo Børs cannot see that any other considerations apply compared to normal acquisitions of shares. Such acquisitions could lead to a change of control in which implies that the other shareholders should be given the opportunity to sell their shares and take part of the control premium paid. On this basis, Oslo Børs is of the understanding that a purchase of shares by a bank to hedge its exposure as principal to hedge client derivative is an "acquisition" pursuant to the STA section 6-1 (1). Thus, the price paid in such acquisition is included when calculating the lowest permitted offer price.

Please be aware that the assessment is made on a general basis, and that each case has to be assessed individually.

5.2.4 Tilbudspåkt ved etterfølgende erverv (e-postkorrespondanse 06.06.2023)

E-poster vedrørende spørsmål om etterfølgende tilbudspåkt der aksjeeier allerede eier over tilbudspåktsgrensen på 50 % av de stemmeberettigede aksjene ved børsnotering, jf. vphl. § 6-6 (2).

E-post fra tilbyders rådgiver, 13.04.2023:

Viser til tidligere samtale ang. tilbudspåkt ved kjøp av aksjer i Treasure ASA.

I dag eier Wilh. Wilhelmsen Holding ASA ("WWH") ca. 77 % av aksjene i Treasure. WWH vurderer som nevnt å øke eierandelen sin i Treasure, og ønsker en bekreftelse fra Oslo børs på at det ikke gjelder tilbudspåkt for WWHs eventuelle erverv av ytterligere aksjer i Treasure etter kapittel 6 i verdipapirhandelloven. For ordens skyld er dette strengt konfidensiell informasjon.

Kort oppsummering av faktum:

Treasure er notert på Oslo Børs. Treasures hovedvirksomhet er å forvalte en investering i det koreanske selskapet Hyundai Glovis Co. Ltd. Dette gjøres gjennom Treasures heleide datterselskap, Den Norske Amerikalinje AS (heretter "NAL").

WWHs eierskap i Treasure ble etablert som følge av en fisjon av Wallenius Wilhelmsen ASA (heretter "WAWI"), et datterselskap av WWH, i 2016. Ved fisjonen ble samtlige aksjer i NAL overført til Treasure, og som vederlag mottok aksjonærene i WAWI en forholdsmessig andel aksjer i Treasure. En forenklet oversikt av eierskapet i Treasure før og etter fisjonen er inntatt nederst i eposten. Fisjonen er nærmere beskrevet i et IM publisert av WIWA datert 26. april 2016 og Treasures noteringsprospekt datert 6. juni 2016, og om ønskelig kan vi oversende kopier av disse.

Fisjonen ble gjennomført samtidig og i forbindelse med notering av aksjene i Treasure på Oslo Børs.

WWH har ikke ervervet ytterligere aksjer i Treasure etter gjennomføringen av fisjonen. Treasure har imidlertid gjennomført flere kapitalnedsettelse som innebærer at WWHs eierskap etter fisjonen har økt fra 72,73 % til 76,98 %.

For helhetens skyld nevnes at omtrent 60% av de stemmeberettigede aksjene i WWH er kontrollert av Tallyman AS, som igjen er kontrollert av Thomas Wilhelmsen. Kontrollsituasjonen i WWH, WAWI, Treasure eller andre selskaper i WWH-konsernet vil ikke påvirkes av at WWH kjøper ytterligere aksjer i Treasure.

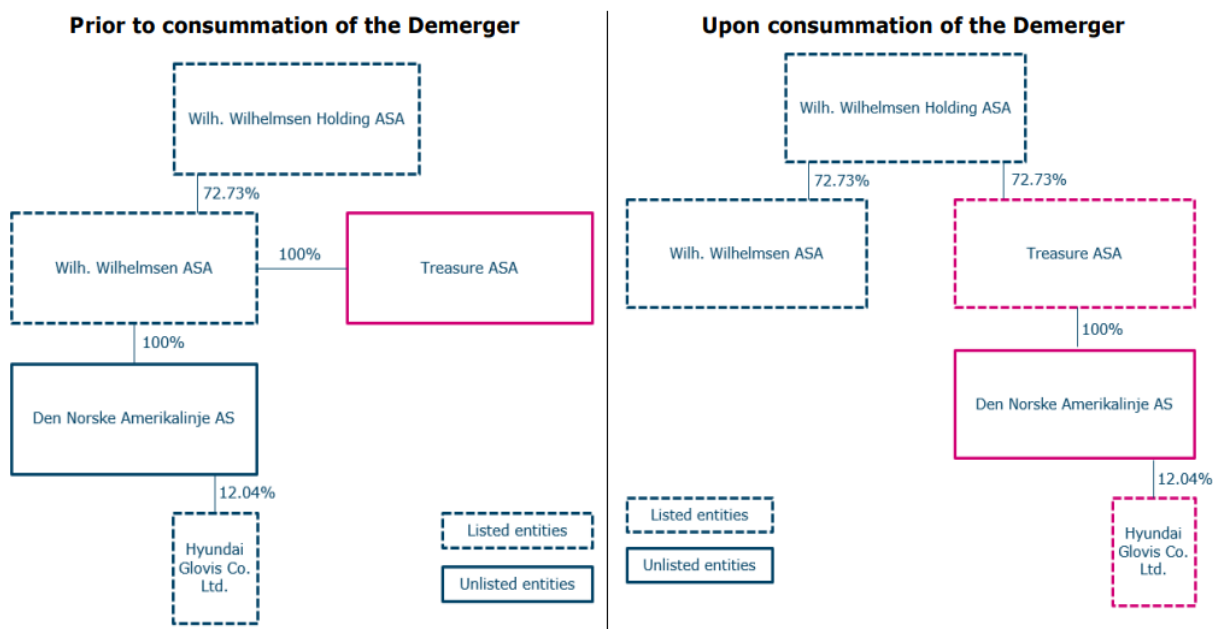
Juridisk avklaring:

Verdipapirhandelloven § 6-6 bestemmer at en aksjonær som har passert en tilbudspliktsgrense på 1/3, 40 % eller 50 % eierskap i et børsnotert selskap på en måte som ikke utløser tilbudsplikt, likevel plikter ved ethvert etterfølgende erverv som øker stemmeandelen å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet.

WWHs direkte kontrollerende eierskap i Treasure på 72,73 % ble etablert samtidig som børsnoteringen av Treasure (gjennom fisjonen beskrevet over). Før dette hadde WWH et indirekte kontrollerende eierskap i Treasure gjennom sitt eierskap i WAWI (se oversikten under). WWH har således eid over 50 % av aksjene i Treasure siden børsnoteringen og har dermed ikke "passert" en tilbudspliktsgrense som det vises til i vphl. § 6-6.

Etter vår oppfatning vil ikke WWHs erverv av aksjer i Treasure utløse tilbudsplikt. Vi er heller ikke kjent med at det foreligger andre omstendigheter ved utskillelsen av Treasure som skulle tilsi at det likevel gjelder en tilbudsplikt for WWH. **Vi ber vennligst om at Oslo børs bekrefter at dere er enig i denne oppfatningen og at WWHs evt. erverv av ytterligere aksjer i Treasure ikke vil utløse tilbudsplikt etter verdipapirhandelloven.**

Oversikt over eierskapet i Treasure før og etter fisjonen av WAWI:*



*Merk at WAWI i 2016 het Wilh. Wilhelmsen ASA. WWHs eierskap i WAWI er også redusert etter fisjonen i 2016. Det samme gjelder NALs eierskap i Hyundai Glovis.

Vi ber vennligst om rask tilbakemelding og er tilgjengelige hvis dere har spørsmål eller ønsker å diskutere.

Svar fra Oslo Børs i e-post 19.04.2023:

Vi viser til henvendelse nedenfor. Bestemmelsen i vphl. § 6-6 (2) om etterfølgende tilbudsplikt kommer ikke til anvendelse i tilfeller aksjeeier allerede eier over tilbudspliktsgrensen på 50 % av de stemmeberettigede aksjene ved børsnotering og således ikke anses å ha passert noen tilbudspliktgrense på en måte som er omfattet av bestemmelsen siden tilbudspliktgrensene først blir virksomme ved noteringen, jf. børsens uttalelser bl.a i Vedtak og uttalelser 2011 pkt. 5.2.1.

Oppfølging i e-post fra tilbyders rådgiver, 01.06.2023:

Viser til samtale tidligere i dag vedr tilleggsopplysninger i spørsmålet om Wilh Wilhelmsen ASA's tilbudsplikt ved kjøp av aksjer i Treasure.

Som opplyst nedenfor eier WWH over 70 % av aksjene i Treasure, som de har gjort siden notering. Ved kjøp av ytterligere aksjer i Treasure vil derfor ikke WWH passere noen tilbudsgrense og det er ingen tilbudsplikt for WWH, ref. også nedenfor. Som også opplyst under (uthevet), kontrollerer Thomas Wilhelmsen (TW) omtrent 60 % av aksjene i WWH.

Denne kontrollen fikk TW gjennom arv i 2020, dvs. etter at Treasure ble børsnotert. TWs arv av aksjer i Tallyman utløste etter vår mening ikke tilbudsplikt i Treasure (heller ikke utsatt tilbudsplikt), gitt at dette var et indirekte erverv og at Tallymans "vesentligste virksomhet" ikke består i å eie aksjer i Treasure (jfr VPHL § 6-1 (2) nr. 1).

Det vi er gjort oppmerksom på i ettertid er at Thomas Wilhelmsen (TW) personlig eier 14.000 aksjer i Treasure (0,007 %). Disse aksjene ble overført til TW ved arv i 2020, og således etter noteringen av Treasure. Som indirekte kontrollerende eier i Wilh Wilhelmsen ASA er TW nærstående til Wilh Wilhelmsen ASA.

For helhetens skyld opplyses også at Tallyman eier ca 1,1 millioner aksjer direkte i Treasure, og at Kiro Invest AS, et selskap eid av TW, eier 42.000 aksjer i Treasure

Gitt at WWH med nærstående har eid over 70 % av aksjene i Treasure siden noteringen skulle dette etter vårt syn ikke endre på vurderingen av tilbudspliktsspørsmålet, men vi ville likevel høre om dere er enige i dette. Ta kontakt om du ønsker å diskutere eller om dere trenger ytterligere info.

Som nevnt tidligere vil vi sette stor pris på om dere har anledning til å komme tilbake på dette spørsmålet så snart som mulig.

Svar fra Oslo Børs i e-post 06.06.2023:

Viser til e-post nedenfor. Vi kan ikke se at dette forholdet har noen innvirkning på vurderingen av tilbudsplikten.

5.2.5 Mandatory offer obligation – Indirect acquisition of shares following internal reorganization – “main activity” (e-postkorrespondanse 27.06.2023)

E-post om en planlagt omorganisering innad i et konsern innebar indirekte erverv av aksjer som utløste tilbudsplikt. Oslo Børs presiserte innholdet av vurderingen av hva som utgjør et selskaps "vesentligste virksomhet" etter verdipapirhandelloven § 6-1 (2) nr. 1.

E-post fra juridisk rådgiver 21.06.2023:

We are assisting [company NN] ("**CNN**" and together with its subsidiaries, the "**Group**") on certain Norwegian related topics regarding a contemplated reorganization of its holding structure in [redacted], which has certain indirect implications for Group's holdings in Norway. CNN, through its interest in FNN (as defined below), indirectly holds approx. [>40] % of the shares and voting rights in [listed company] ("**ListCo**"), which is listed on Oslo Børs. CNN has indirectly held between 1/3 and 40% of the ListCo shares since listing in [redacted]. The contemplated reorganization of holdings is on the levels below CNN, and although there is no change of control, CNN wants to confirm with Oslo Børs that the addition of a holding vehicle in the ListCo holding structure, through an internal reorganization, will not trigger a subsequent mandatory offer obligation on any of the involved parties, as there is no change of direct or ultimate control. Please note that the information herein is to be considered as strictly confidential.

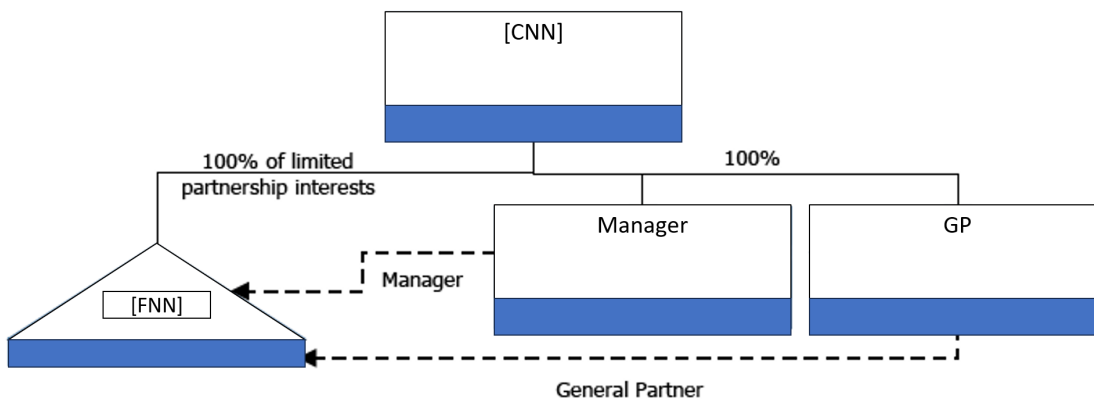
About the contemplated reorganization (the "**Reorganization**")

As set out in the figure below, the Group's current holding structure consists of CNN, which is a [redacted] public limited company listed on the [redacted] stock exchange, as the ultimate holding company.

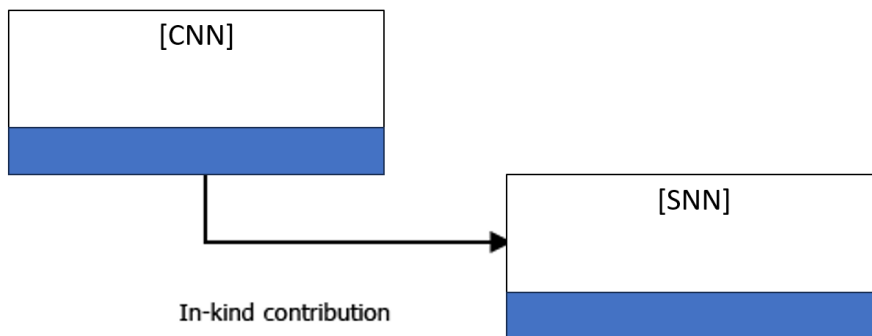
CNN holds 100% of the limited partnership interests of [fund NN] ("**FNN**"), a [redacted] limited partnership, with [manager] as manager (the "**Manager**") and [general partner] as its general partner (the "**GP**").

All of the ListCo shares in the Group structure are held indirectly through a series of holding vehicles under FNN, with [HoldCo] as the direct shareholder in ListCo. The ListCo shares have a value of below 40% of total assets in the balance sheet of FNN.

Current state

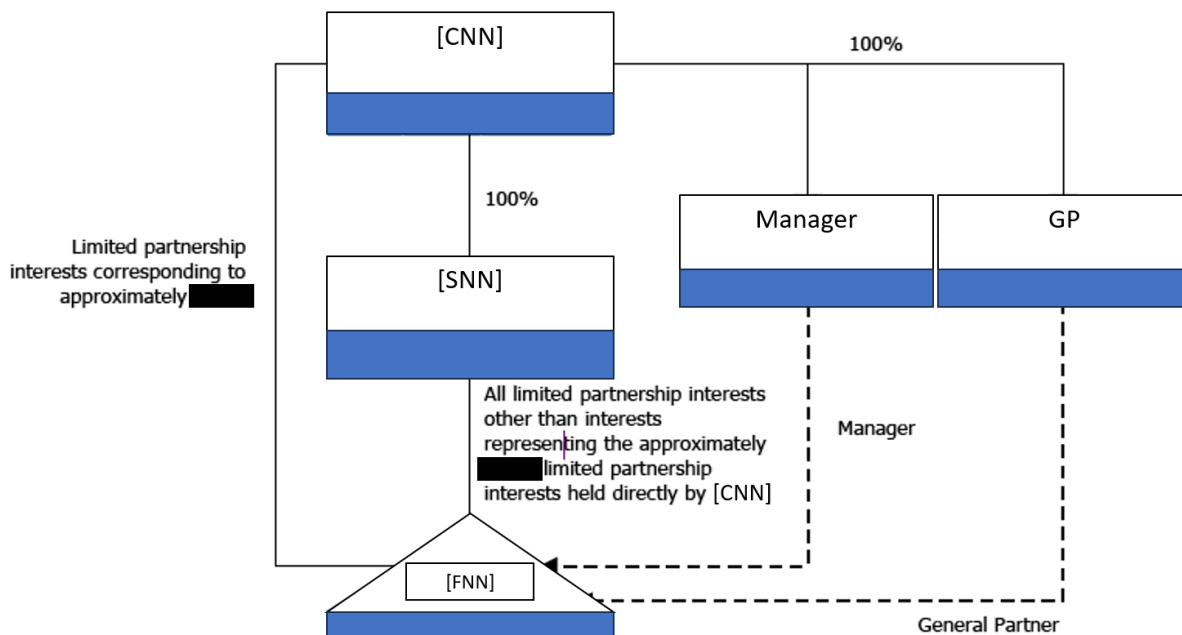


In the reorganization, CNN intends to contribute the majority of its limited partnership interests in FNN to an entity domiciled in [redacted], [subsidiary NN] ("**SNN**"), in exchange for new shares in SNN (the "**Contribution**"). SNN is, and will also following the Contribution continue to be, a 100% directly owned entity of CNN.



Through the Contribution, SNN will become a limited partner in FNN holding the majority of limited partnership interest (i.e. economic interests in FNN of >50%), but a minority commitment amount will remain as directly held by CNN as a limited partner in FNN.

End state



Summary of the implications on the Reorganization for the ListCo holding

- There is no change to the direct shareholder of ListCo. The ListCo shares will continue to be held by [HoldCo], which is indirectly wholly owned by FNN, after the Reorganization.
- FNN has several assets and holdings, and the value of its ListCo shareholding in the balance sheet of FNN constitutes less than 40% of total assets. Thus, the Contribution is not deemed to be an indirect acquisition by SNN, cf. the Norwegian Securities Act section 6-1 (2) no 1;
- CNN will continue to be the ultimate beneficiary of FNN;
- The new SNN entity will not hold nor is it intended to acquire shares in ListCo directly;

- The new SNN entity will as from its inception form part of the Group, and this will also be the case after the Reorganization is completed;
- The management and controlling influence of FNN is governed through the Manager as appointed by the GP. The Manager and the GP will remain 100% subsidiaries of CNN, i.e. the Reorganization does not entail a change of governance of FNN's holdings, including with respect to the ListCo shares.

Legal query

The transfer of the limited partnership interests in FNN internally within the Group is not deemed to trigger any mandatory offer obligation, as it is neither a direct nor indirect acquisition of ListCo shares, and section 6-1 of the Norwegian Securities Trading Act will not apply.

It is also important for CNN to clarify potential subsequent mandatory offer obligations in the event that [HoldCo] (or FNN or any other Group entity) were to acquire additional shares in ListCo following the Reorganization:

Section 6-6 second subparagraph of the Norwegian Securities Trading Act (the "**STA**") sets out that a shareholder who has crossed a mandatory offer threshold in such a way as not to trigger the mandatory offer obligation, and has therefore not made a mandatory offer, is obliged in the case of each subsequent acquisition that increases his proportion of the voting rights to make an offer to buy the remaining shares of the company. It follows from section 6-5 first subparagraph of the STA, that under the mandatory offer rules, shares owned or acquired by a shareholder's related parties are considered equal to the shareholder's own shares. As these are all entities in the Group, it is important for CNN not to end up in a situation where a subsequent acquisition of shares by FNN (or any other entity in the Group) will trigger a mandatory offer obligation because of a change in its intermediate holder, and no change in its ultimate holder.

FNN has since before the listing of ListCo in [REDACTED] indirectly held shares (and pertaining voting rights) above the 1/3 and below the 40% mandatory offer thresholds through HoldCo and has as such not "crossed a mandatory offer threshold", cf. section 6-6 of the STA. The contribution of economic interest in FNN from CNN to SNN does in our view not constitute a change in this respect, since the ultimate holding company of the Group remains the same before and after the Reorganization, and the Contribution does not establish a new consolidated group that would trigger a mandatory offer obligation through any subsequent acquisition of ListCo shares by any Group entity. This is further supported by the fact that the governance of FNN and [HoldCo]'s shareholding in ListCo is not in any way changed by the Reorganization, which strictly concerns the economic interests in FNN.

As predictability regarding any mandatory offer obligations is of utmost importance to CNN, we kindly ask that Oslo Børs confirms that it shares the assessment set out above.

We are grateful for an expedient response from Oslo Børs and if possible, within CoB Tuesday 27 June 2023. We are available should there be any questions regarding the matter set out herein.

Svar fra Oslo Børs i epost 27.06.2023:

Based on the information below, Oslo Børs is of the opinion that the contemplated reorganization does not imply a direct acquisition, hence, the reorganization does not

trigger the mandatory offer obligation pursuant to the Norwegian Securities Trading Act ("STA") section 6-1 (1).

With respect to the STA section 6-1 (2) no. 1, the mandatory offer obligation can be triggered by an indirect acquisition of shares that represent more than 1/3 of the votes in a Norwegian listed company, provided that the indirect acquisition includes "shares representing more than 50 per cent of the votes in a company whose main activity consists of owning shares in a [listed] company".

Whether FNN's "main activity" consists of owning shares in ListCo is subject to a specific assessment in the individual case. With reference to Oslo Børs' decision in Decision and Statements (No.: *Vedtak og uttalelser*) 2017 item 5.3.1 (SalMar ASA), this assessment will include (office translation):

"[...] how large a proportion of the intermediary company's business the ownership of the listed shares constitutes (measured in, for example, assets, market value and/or profit), to what extent the ownership must be considered to influence the price of the shares in the intermediary company, nature and extent of the intermediary the company's operations in general, the purpose of the acquisition, etc. The assessment will normally require a more in-depth analysis of the aforementioned conditions at the time of the acquisition in question."

In accordance with the abovementioned quote, the proportion of the company's assets the holding of shares constitute will not alone be sufficient to conclude on whether the holding of shares is the "main activity". Nevertheless, if the ListCo shareholding constitutes less than 40% of FNN's assets, this implies that the holding of shares does not constitute the "main activity". Based on the proportion of the company's assets, Oslo Børs is of the understanding that FNN is an investment fund and not a holding company, hence, the valuation of the company will be affected by a number of factors other than the value of the shares in ListCo. In other words, Oslo Børs is of the opinion that the reorganization does not trigger the mandatory offer obligation pursuant to the STA section 6-1 (2) no. 1, as the holding of ListCo shares does not constitute the "main activity" of FNN.

Furthermore, with regards to your question regarding subsequent acquisitions, Oslo Børs is of the opinion that FNN, through its ownership in [HoldCo], has not "crossed a mandatory offer threshold" in connection with the reorganization of the group pursuant to the STA section 6-6.

Oslo Børs emphasizes that this assessment is based on the description in your e-mail, in and of itself, which does not exclude that other information later could lead to a conclusion that the reorganization does trigger the mandatory offer obligation pursuant to the STA.

5.2.6 XXL ASA – Aksjeklasser uten stemmerett ved garantiavtale - tilbudsplikt (e-post 13.07.2023)

E-post vedrørende vurdering av utløsning av tilbudsplikt for modell med opprettelse av aksjeklasser uten stemmerett i forbindelse med garantiavtale i emisjon.

E-post fra Oslo Børs til juridisk rådgiver, 13.07.2023:

Vi viser til brev av 13. juli 2023 om tilbudsplikt ved planlagt fortrinnsrettsemisjon i XXL ASA.

Vi er anmodet om å gi vår vurdering av om planlagt transaksjonsmodell vil utløse tilbudsplikt.

Modellen som vurderes er i korte trekk:

- To Altor-fond, som er konsolidert, eier samlet 32,74 % av aksjene og stemmene i selskapet. Selskapet har kun en aksjeklasse.
- Altor-fondene og andre investorer vil inngå fulltegningsgarantiavtale der Altor-fondene vil forplikte seg til å tegne sin proratariske andel av emisjonen og garantere for tegning av et antall aksjer.
- Tegning som følge av garantiforpliktelsen kan medføre at Altor-fondene blir eier av mer enn 1/3 av aksjene.
- For å unngå at garantistene vil utløse tilbudsplikt vil garantiavtalen utformes slik at dersom en garantist (alene eller på konsolidert grunnlag) vil bli eier av mer enn 1/3 av stemmene i selskapet, skal de aksjer som tildeles garantisten, og som overstiger terskelen for tilbudsplikt, være aksjer uten stemmerett som ikke noteres (B-aksjer).
- Ellers vil B-aksjene ha like rettigheter som de ordinære aksjene. B-aksjene vil senere kunne gjøres om til ordinære aksjer, forutsatt at grensen for tilbudsplikt ikke passerer.

Oslo Børs har tidligere vurdert liknende transaksjonsmodell inntatt i Vedtak & Uttalelser 2020 pkt. 5.2.4 (Adevinta ASA - Transaction structure and governance model in relation to the mandatory offer rules, brev av 24.08.2020).

Vilkårene i garantiavtalen vil medføre at ingen av garantistene (alene eller på konsolidert grunnlag) vil passere terskelen for tilbudsplikt (1/3 av stemmene). Oslo Børs er av den oppfatning at garantistene ikke vil utløse tilbudsplikt dersom de blir tildelt B-aksjer. Videre kan Oslo Børs ikke se at det skulle være grunnlag for å anse at tilbudsplikt blir utløst ut fra av omgåelsesbetraktninger e.l. Ordningen fremstår som en legitim tilpassing til reglene om tilbudsplikt.

Gjerne si ifra om det skulle være noen spørsmål til dette.

5.2.7 Tilbudsplikt, tvungen overføring vedtatt av morselskap (e-postkorrespondanse 08.09.2023)

E-post vedrørende et morselskaps adgang til å fremme en tvangsinnløsning etter vphl. § 6-22 (1) istedenfor datterselskapet som ved frivillig tilbudt har ervervet mer enn 90 % av stemmene i målselskapet.

E-post fra tilbyders rådgiver, 05.09.2023:

We are acting for a shareholder who is, together with other existing shareholders, considering to make a voluntary offer for all the shares not already owned by them in a Norwegian public limited liability company listed on Oslo Børs (ListCo).

It is contemplated that the offer will be made by a newly incorporated Norwegian private limited company ("BidCo"), however so that the consortium of shareholders will, subject to the successful completion of the voluntary offer, contribute their shares in ListCo to a newly incorporated Norwegian private limited company that will be these shareholders'

joint holding company ("HoldCo"), which directly or indirectly will own 100% of the shares in BidCo. Assuming a successful voluntary offer, the result will be that BidCo and HoldCo jointly will hold more than 90% of the shares and votes in ListCo.

We are reaching out, on a strictly confidential basis, to seek Oslo Børs' guidance, in your capacity as the Norwegian takeover authority, of the interpretation of Section 6-22 of the Norwegian Securities Trading Act (the "NSTA"). Our question is whether you agree that a parent company (HoldCo in our case) would be allowed to carry out a compulsory acquisition pursuant to Section 6-22 (1) of the NSTA, instead of the offeror (BidCo)?

The background for our question is as follows:

According to Section 6-22 (1) of the NSTA, an offeror who, after making a voluntary offer has acquired more than nine tenths of the voting shares of the target company and an equivalent number of the votes that can be casted at the general meeting, may decide to initiate a compulsory acquisition of the remaining shares pursuant to Section 4-25 of the Norwegian Public Limited Liability Companies Act (the "Companies Act").

Section 4-25 (1) of the Companies Act, states that if a public limited liability company (either directly or through its subsidiary) owns more than nine tenths of another company's shares and holds an equivalent portion of the voting rights, the parent company's board of directors may decide that the parent company is to acquire the remaining shares.

Following the potential voluntary offer as described above, HoldCo would directly and through its subsidiary (BidCo) own more than nine tenths of ListCo's shares and an equivalent portion of the voting rights. A majority of these shares will be owned directly by HoldCo. Pursuant to Section 4-25 (1) of the Companies Act, HoldCo would clearly be in a position to acquire the remaining shares. However, the wording of Section 6-22 (1) of the NSTA refers to the offeror (i.e. BidCo in our case) being the entity that would be able to complete a compulsory acquisition following a successful completion of the voluntary offer. Section 4-25 (7) of the Companies Act also states that Section 6-22 applies to compulsory acquisitions in connection with take-over offers pursuant to chapter 6 of the NSTA.

It is accordingly not entirely clear from the wording that HoldCo could carry out the compulsory acquisition pursuant to Section 6-22 (1) of the NSTA and, if that is the case, the effect would be that the price is to be determined in accordance with Section 6-22 (2) of the NSTA.

However, such interpretation would be consistent with Section 4-25 of the Companies Act. It would also be consistent with the general principles of consolidation which apply throughout the take-over rules set out in chapter 6 of the NSTA. We can also add that the preparatory works to section 4-25 (7) of the Companies Act states that:

"Det foreslås av hensyn til forutberegnelighet og sammenheng i regelverket et nytt syvende ledd hvor det fremgår at vphl. § 4-21 supplerer asal. § 4-25 ved tvungen innløsning i forbindelse med tilbudsplikt og frivillig tilbud etter verdipapirhandelloven kapittel 4." (NOU 2005:17 pkt. 16.2)

On such basis, it is in our view difficult to see that section 6-22 of the NSTA is intended to limit a parent company's right to carry out a compulsory acquisition due to it not being the "offeror", or the minority shareholders' right to require that the parent company acquires their shares, but we would appreciate your view on this question. Further, the price is to be determined in accordance with Section 6-22 (2) of the NSTA regardless of whether it is the offeror or its parent who carry out the compulsory acquisition.

Please let us know if you would like to discuss or have any follow up questions.

Svar fra Oslo Børs i e-post 08.09.2023:

Further to your e-mail requesting our view on whether a parent company can effect a compulsory acquisition, pursuant to Section 6-22 of the Norwegian Securities Trading Act (the "NSTA") in a situation where a subsidiary has triggered the obligation to present a mandatory offer through completing a preceding voluntary offer. The details of the potential transactions are further set out in your e-mail.

A shareholder that acquires voting rights above the thresholds (1/3, 40% and 50%) must present a mandatory offer for the remaining shares.

This is an obligation for the shareholder that has purchased the relevant shares. In a situation where the shareholder is part of a consolidated group of shareholders, this mandatory offer obligation is the obligation of the shareholder that purchased the shares that triggered offer obligation. The other shareholders of the group do not have an obligation to put forward an offer.

However, one (or more) other shareholder(s) of the group may fulfill the obligation to put forward the offer. See e.g. Vedtak og uttalelser 2001 item 6.1.1.

Section 6-22 (3) of the NSTA provides an exemption from the mandatory offer obligation if the shareholder effects a compulsory acquisition, subject to certain conditions (within four weeks, minimum price equal to the price of a mandatory offer, payment secured by a bank guarantee).

We are of the view that such compulsory acquisition that qualify for an exemption from the mandatory offer obligation, can be made by another shareholder that could have fulfilled to obligation to put forward the mandatory offer (provided other requirements for compulsory acquisitions is fulfilled).

The application of section 6-22 (1) of the NSTA, as such, and section 6-22 (2), are not subject to our supervisory scope as take-over authority. As takeover authority we supervise the application of third subsection (compulsory acquisition that provides exemption from the mandatory offer obligation). However, we agree with your view that that section 6-22 (1) of the NSTA do not limit the right for parent company to carry out a compulsory acquisition due to the relevant preceding voluntary offer having been put forward by a subsidiary.

For the sake of good order, we mention that, the minimum price of a compulsory offer that is effected following a voluntary offer without presenting a mandatory offer pursuant to Section 6-22 (3) of the NSTA, must comply with Section 6-22 (3) no 2 of the NSTA – the same price that would have applied to a mandatory offer.

5.2.8 BW Energy Limited – Non-voting shares, take-over obligation 18.09.2023

Brev vedrørende vurdering av utløsning av tilbudsplikt ved opprettelse av aksjeklasser uten stemmerett.

1. Background

Reference is made to your letter dated 7 August 2023 and conference call 30 June 2023 regarding introduction of non-voting shares in BW Energy Limited ("**BW Energy**").

As Oslo Børs is aware of, future in kind dividend distributions of BW Energy shares to BW Group Limited ("**BW Group**") from BW Offshore Limited ("**BW Offshore**") may result in

BW Group becoming the owner of shares representing 40% or more of the votes in BW Energy and thus reaching the mandatory offer threshold pursuant to section 6-6 (1), cf. section 6-1 (1) of the Norwegian Securities Trading Act (the "**STA**").

In light of Oslo Børs' decision of 14 June 2023, which was confirmed by The Stock Exchange Appeals Committee in case 1/2023 BW Energy Limited, to deny an exemption from the mandatory offer obligation, BW Group, BW Offshore and BW Energy are exploring alternatives for BW Offshore to continue the current dividend policy of distributing BW Energy shares to its shareholders. Oslo Børs is requested to provide its view as to whether the introduction and distribution of non-voting shares to BW Group as described below will trigger a mandatory offer obligation for BW Group.

2. Legal basis

The STA section 6-1 subsection (1) Mandatory bid obligation:

(1) Any person who through acquisition becomes the owner of shares representing more than 1/3 of the voting rights of a Norwegian company the shares of which are quoted on a Norwegian regulated market is obliged to make a bid for the purchase of the remaining shares in the company. The mandatory bid obligation ceases to apply if sale is undertaken in accordance with section 6-8; see section 6-9.

STA section 6-6 subsection (1): Repeat application of the mandatory bid obligation:

(1) A shareholder who owns shares representing more than 1/3 of the votes of a listed company is obliged to make an offer to purchase the remaining shares of the company (repeat bid obligation) where the shareholder through acquisition owns shares representing 40 per cent of the votes of the company. The first sentence applies equally where the shareholder through acquisition owns 50 per cent or more of the votes of the company. The first and second sentences do not apply in the case of acquisitions in connection with the launch of a bid as mentioned in section 6-1.

3. Factual circumstances

Oslo Børs has based its assessment on the following factual circumstances:

It is proposed that a certain portion of the existing BW Energy shares owned by BW Offshore is converted into a separate share class with no voting rights and that BW Offshore distribute non-voting shares to BW Group going forward. The other shareholders of BW Offshore will continue to receive ordinary, voting shares in BW Energy. This will allow BW Offshore to continue its dividend policy and at the same not trigger any mandatory offer obligation for BW Group since the shares BW Group will receive do not give them any increased voting right.

The key features of the non-voting shares would be the following:

- (i) Save for the lack of voting rights, the non-voting shares will have the same rights as the ordinary shares.
- (ii) The holder of the non-voting shares can request a conversion into voting shares, unless such conversion will trigger a mandatory offer obligation.
- (iii) The non-voting shares will have a separate ISIN and not be listed.

It is the intention that the number of BW Energy shares to be converted into non-voting shares will be equal to approximately 50% of the planned dividend of BW Offshore until the annual general meeting in BW Energy in 2024. Going forward, any increase of the number of non-voting shares held by BW Offshore can be made annually at the BW Energy annual general meetings.

4. Assessment

Oslo Børs has been requested to provide its view as to whether the introduction and distribution of non-voting shares in BW Energy to BW Group as described above will trigger a mandatory offer obligation for BW Group, pursuant to the STA section 6-6 (1), cf. section 6-1 (1).

Pursuant to section 6-1 of the STA, a mandatory offer obligation is triggered when someone becomes the owner of shares representing more than 1/3, 40 % or 50 % of the voting rights. In connection with the proposal, BW Group will only receive voting shares representing up to 40 % of the total number of voting Shares, while the rest of the dividend shares to BW Group are non-voting shares, which only may be exchanged into voting shares by BW Group if such exchange does not result in a mandatory offer being triggered. Consequently, BW Group will not acquire shares in BW Energy that will result in ownership of more than 40 % of the voting rights in BW Energy.

Oslo Børs has earlier assessed a similar matter in Decisions and statements 2020 item 5.2.4, Adevinta ASA - Transaction structure and governance model in relation to the mandatory offer rules, letter 24.08.2020. In this case eBay Inc. held a portion of non-voting shares and the creation of such share class was made in connection with eBay's investment in Adevinta ASA in order to avoid a mandatory offer for eBay Inc. This element was part of a larger setup but did not in our opinion, in and off itself, result in eBay passing the threshold for a mandatory offer obligation.

Further, The Stock Exchange Appeals Committee, in case 2/2022, AINMT ASA, stated for imposing obligation to present a mandatory offer, that typically involve significant values in the stock market, there is little room for interpretations that are not directly expressed in the relevant legislation or expressed by the Supreme Court. This includes situations where the purpose of the structuring of the transaction is to avoid a mandatory offer obligation being triggered. The Committee further stated that it has difficult to see that mandatory offer obligation can be imposed based on considerations of circumvention.

Oslo Børs is of the view that it is legitimate to adapt to the mandatory offer obligation rules and it is quite normal for the participants in the securities market to do this. Our assessment is that there is no basis for assessing that an obligation of a mandatory offer should be triggered based on circumvention of the offer rules in this case. In this regard, we mention that Oslo Børs has been informed that the distribution of BW Energy shares is considered to be in the best interest of all parties and has been well received in the market, and that the distribution broadens the shareholder base in BW Energy and enhances liquidity in the BW Energy share.

5. Conclusion

Based on the above, Oslo Børs is of the opinion that the introduction and in kind dividend distribution of non-voting shares in BW Energy Limited to BW Group Limited from BW Offshore Limited will not trigger a mandatory offer obligation for BW Group Limited, pursuant to the Norwegian Securities Trading Act section 6-6 (1), cf. section 6-1 (1).

For the sake of good order Oslo Børs informs that this assessment is made by the administration, and in a specific case such interpretations can be tested in full by the Stock Exchange Appeals Committee.

Oslo Børs may publish this assessment in its publication, Decisions and statements.

5.2.9 Pliktig tilbud, minste pris tegningsretter ervervet fra andre aksjonærer (e-postkorrespondanse 12.10.2023)

E-post vedrørende minstepris for pliktig tilbud ved kjøp av tegningsretter i tillegg til tegningskurs i emisjon, jf. vphl. § 6-10 (4).

E-post fra tilbyders rådgiver, 12.10.2023:

Vi har en klient som vurderer mulig fremsettelse av et pliktig tilbud på et notert selskap.

Vår klient har i løpet av siste seks måneder tegnet seg i en fortrinnsrettsemisjon i det aktuelle målselskapet. Tegningen skjedde dels på basis av egne tegningsretter men dels også på basis av tegningsretter kjøpt fra andre aksjonærer. Fortrinnsrettsemisjonen er gjennomført i samsvar med vanlig praksis i det norske markedet, og med en markedsmessig rabatt. I forhold til prisregelen i VPHL § 6-10 (4) har vår klient bedt oss høre med dere om "vederlaget" som vil etablere minstenivået for tillatt tilbudspris, vil tilsvare (a) tegningskursen i emisjonen eller (b) summen av kjøpesummen for tegningsrettene og tegningskursen i emisjonen.

Svar fra Oslo Børs i e-post 12.10.2023:

I en situasjon der det er ervervet aksjer i målselskapet ved bruk av slike tegningsrettigheter, som er ervervet fra andre aksjonærer, vil vederlaget som er betalt være summen vederlaget for tegningsretten og tegningsprisen.

Der det er foretatt flere erverv er prinsippet at hvert erverv må vurderes for seg selv. Det innebærer at dersom det er foretatt flere erverv av tegningsretter må det høyeste vederlaget benyttes for beregning av minste pris.

5.2.10 Request for guidance - Consolidation under take-over rules (e-postkorrespondanse 10.11.2023)

E-poster fra Oslo Børs vedrørende veiledning rundt spørsmål om grunnlag for konsolidering av parter for utløsning av tilbudsplikt, jf. vphl. § 6-5 jf. 2-5.

E-post fra tilbyders rådgiver 05.10.2023:

Referring to our call with Oslo Børs on 20 September 2023, please find attached our request for guidance on behalf of Arne PED (as defined in the attached).

We would appreciate it if you could give a confirmation of receipt and, if possible, give an estimate of the necessary processing time.

Please let us know if you have any questions, happy to discuss by phone.

Svar fra Oslo Børs i e-post 03.11.2023:

Further to your letter requesting guidance regarding our view on the rules on consolidation of shareholders under the Norwegian take-over rules.

Before we comment on your request for guidance, we have noted that you have stated that your letter can not be shared without your written approval. The takeover supervisory authority is exercising public authority. Amongst others, this implies that external communication is publicly available. This is regulated by statutory law. We trust that you are familiar with this concept. Certain information, such as enterprise secrets and personal information, can be exempted from public access. It is we, as the takeover

authority, that decided if certain documentation or information shall be exempted. We will not seek written approvals when we consider to provide third parties access to information. Access to information on assessments concerning consolidation of shareholders in the context of a public takeover bid will generally be of material importance for shareholders.

In your letter you have presented the organisational and operational structure of a government owned investment fund. Amongst others, this includes measure to achieve separation and independence between different divisions of the fund. Further, the fund also make use of external discretionary asset managers.

In your letter you have suggested that a number of parties that falls within the statutory definition for related parties are to be exempted from the consolidation rules for the purpose of the potential public offer. Further, you have also suggested that shares in the target purchased by other divisions of the fund are not to be treated as shares purchased by the fund. In your letter you have referred to these as Arne Wider Group and Government Wider Group.

Also, you have suggested the certain purchases are exempted, such as for the purpose of achieving index return or by external discretionary investment managers.

You have argued that it would disproportionately restrictive if these parties cannot continue to trade target shares, that it would unnecessarily restrict corporate restrictions and that it does not contribute to protect shareholders.

We cannot find legal basis for excluding the purchases and/or the parties that you have identified. Consequently, we disagree with your interpretation of the takeover rules. Also, we do not share your view that it is unnecessary restrictive to prevent the relevant parties from continue to trade in the target shares. In reality this prevents the parties from purchasing additional shares at prices higher than the price of the public offer.

Lastly, you have asked us to confirm that shares in the target held or purchased by the members of the government [REDACTED] shall not be consolidated for the purpose of the offer. Your letter does not include information to make such an assessment of this.

You have also referred to an assessment by the UK Takeover Panel under the UK takeover rules. This assessment was made in a similar situation involving the same parties. Firstly, we would like to point out that the Norwegian and the UK takeover rules are to our knowledge quite different in their approach to these issues. Secondly, the reservations by the UK Takeover Panel that the conclusion could be different depending on the relative indirect ownership and in a hostile situation suggest that there are some basis for consolidation. Under Norwegian takeover rules these additional circumstances would not be relevant. Therefore, we do not consider that the UK precedent provides any support for your view under Norwegian take-over rules. On the contrary, the UK conclusion suggested that there are some basis for consolidation.

Svar fra Oslo Børs i e-post 10.11.2023:

We refer to the request of 9 November 2023, as updated on 10 November, regarding potential investment by Arne in the contemplated transaction in relation to the Norwegian take-over rules on consolidation of shareholders.

In your letter you have presented an alternative passive investment structure in relation to Arne and seek out view on if Arne can be assumed to be acting in concert with the

other investors in the offer structure (in your letter referred to as the Investors) for the purpose of the public offer.

You have presented that the partnership would be established with a broad general purpose, not specifically for investments in the target or the bid structure and would operate on the basis of investment decisions being proposed to the partnership by Peter and/or Bjoern, with a right for Arne to refuse to fund in relation to any particular proposed investment decision. The general partner would be responsible for managing the partnership and its investments. Arne would not manage the partnership or have any voting or other rights in respect of its decision-making other than limited standard minority protection rights. You have presented that the role of Arne therefore to be solely passive and Arne would not have any influence over the partnership in which it is invested or any of its underlying investments. Further, that Arne would have no control over the board of the general partner. This implies that Arne will not fund the entity that will control the bidding entity (in your letter referred to as the JV HoldCo) as a shareholder, have any rights in respect of the terms and/or conduct of the public take-over offer or enter into any shareholders' agreement alongside the sponsors or enjoy any governance rights in respect of the JV HoldCo, its subsidiaries (in your letter referred to as the BidCo Group) or the target.

Pursuant to NSTA Section 2-5 no 5, parties are related parties if they "must be assumed to be acting in concert in the exercise of rights accruing to the owner of a financial instrument,". The provision is primarily targeted towards a more long-term cooperation, which implies control over the company. The cooperation should also include a coordinated behaviour with a common goal with the purpose of adequate control of the company. The rule applies to cooperation by use of shareholder rights, but not all arrangements for the exercise of shareholder rights will result in consolidation. The theme of the assessment must be to what extent the cooperation, for the other shareholders, will be experienced as a joint control over the company.

In your letter you have stated that, Arne's investment would not entitle it to the exercise of any rights vis-à-vis the investors, in relation to the BidCo Group or the target or in respect of the terms or conduct of the offer.

Based on the facts presented to us, our view is that Arne's participation in the partnership will not, in and of itself, mean that there will be cooperation between Arne and the investors or the Peter or Bjoern entity which is a party to the transaction documents, with respect to obtaining control of the target and cooperation regarding exercise of shareholder rights of the target, cf. NSTA Section 2-5 no 5.

Further, our view is that Arne's participation in in the partnership will not, in and of itself, mean that Arne will be assessed as a related party to either the Peter or the Bjoern entity which is party to the transaction documentation pursuant to NSTA Section 2-5, no 3 or 4. (common control).

Our assessment is done based on the facts presented in the letter. If Arne should engage in additional or different activity which is not addressed in your letter, that facts will have to be taken into account.

5.2.11 Request for guidance – offer price and exchange rates (e-postkorrespondanse 17.11.2023)

Korrespondanse vedrørende veiledning om pris i et fremtidig pliktig tilbud basert på kurser for valuta, jf. vphl. § 6-10 (4).

E-post fra tilbyders rådgiver, 05.10.2023:

We are assisting a consortium in connection with a potential voluntary offer (the "**Offer**") for all outstanding shares in a Norwegian ASA listed on the main list ("**Target**"). The consortium currently consists of one existing shareholder and four external investors (the "**Sponsors**"). For the sake of good order, please note that the contemplated transactions set out below are subject to adjustments and final agreement between the relevant parties.

In addition to the Sponsors, we are currently working on arrangements with two of Target's main shareholders (the "**Main Shareholders**"), whereby the Main Shareholders will commit to transfer their shares outside the Offer in exchange for inter alia cash consideration (the "**Cash Sale**").

Appreciating that the OSE is not in the position to issue binding pre-rulings, we kindly ask for guidance and OSE's views on the Cash Sale with respect of (i) equal treatment of Target's shareholders and (ii) calculation of the offer price in the Offer and a potential subsequent mandatory offer (the "**Offer Price**") regarding certain specific issues relating to the Cash Sale that are deemed urgent to get the OSEs view on. We will reach out to the OSE separately regarding certain other topics in due course.

1. Introduction to the Cash Sale

The parties intend for the Main Shareholders to commit to transfer their Target shares outside the offer to the newly incorporated company making the Offer (the "**Offeror**") or other companies in the Offeror group (the Offeror and such group companies jointly the "**BidCo Group**"). In exchange for the Target shares, the Main Shareholders will receive consideration partly in shares in the BidCo Group and partly in cash consideration with a price per share equal to the Offer Price.

The terms and conditions of the Cash Sale will be set out in an investment agreement to be entered into between the Sponsors, Main Shareholders and the BidCo Group prior to the announcement of the Offer. The Cash Sale will be completed in conjunction with and immediately prior to or at the latest simultaneously with completion of the Offer. Furthermore, completion of the investment agreement will be conditional upon the Offer being declared unconditional.

The Offer is contemplated to be made with the Offer Price and settlement in NOK. This deviates from the envisaged cash consideration to the Main Shareholders, which is envisaged to be paid in USD and/or EUR.

2. Equal treatment

Firstly, we kindly ask the OSE to confirm that offering USD and/or EUR to the Main Shareholders outside the Offer as consideration for the Cash Sale, and offering NOK to the remaining shareholders under the Offer, does not constitute a breach of the principle of equal treatment of Target's shareholders.

With reference to our previous call with the OSE, we consider it to not constitute a breach of the principle of equal treatment, as set out in the Norwegian Securities Trading Act Section 6-10 (9), to settle the Cash Sale and Offer in different currencies. With reference to the Stock Exchange Appeals Committee case 1/2010 (Telecomputing ASA), the obligation to treat shareholders equally in relation to voluntary offers is limited in time to after announcement of the offer. Thus, the consideration for the Cash Sale in USD and/or EUR to the Main Shareholders does not imply that such currencies must be offered to the remaining shareholders. The remaining shareholders will in any case be

safeguarded through the provisions regarding the offer price in a subsequent mandatory offer or compulsory acquisition.

3. Determining the Offer Price

Secondly, we kindly ask the OSE to confirm that, subject to the Cash Sale consideration being the highest price paid by the Offeror and its consolidated parties within the last six months prior to the Offer:

- (i) the minimum Offer Price will be determined by the Cash Sale consideration to the Main Shareholders; and
- (ii) that the Offer Price in NOK will be based on the EUR/USD to NOK exchange rate at the time of signing the investment agreement, using e.g. the latest available exchange rate from Norges Bank.

With reference to Circulars, decisions and statements 2012 item 5.2.7, we are of the understanding that the point in time when the parties agree on the terms of the transaction is determining for the Offer Price. Based on the principles set out in the statement by the OSE, this will also be the decisive point in time for the valuation of the consideration, i.e. the EUR/USD to NOK exchange rates at the time the parties sign the investment agreement. For the avoidance of doubt, we understand that any fluctuation in the EUR/USD to NOK exchange rate between the agreement date and settlement of the Offer will not lead to adjustments of the Offer Price. For the sake of completeness, we highlight that this understanding will provide foreseeability for the Offeror which was particularly emphasized in the aforementioned statement from the OSE.

Svar fra Oslo Børs i e-post 12.10.2023:

Further to your e-mail requesting our view on certain matters related to the rules on voluntary and mandatory offers.

Agreement regarding purchase of Target shares from certain shareholders outside the voluntary offer

The potential transaction structure you have presented involves the bidder to enter into agreement with certain shareholders of the Target for the purchase of their shares against consideration consisting of combination of shares in the bidder company and cash in US Dollars or Euros. The consideration to be offered as consideration under the voluntary offer will be cash in Norwegian kroner.

With reference to case 1/2010 (Telecomputing ASA) by the Stock Exchange Appeals Committee we are of the view that such agreement with certain existing shareholders can be entered into without breaching the Norwegian Securities Trading Act Section 6-10 (9) (the obligation to not treat shareholders of the target company differently in connection with launch of a public offer), provided the agreement is entered into before the offer is announced.

The minimum offer price in a subsequent mandatory offer

For a subsequent mandatory offer the value expressed in Norwegian kroner of the cash consideration in US Dollars or Euros paid to certain shareholder must be calculated when assessing the minimum offer price (being the highest price paid by the offeror over the last six months). With reference to the statement by Oslo Børs in Circulars, decisions and statements 2012 item 5.2.7, we are of the view that this shall be done by using the relevant exchange rates at the time the parties entered into the agreement for such sale of Target shares. This is when the parties commit to the sale and purchase of the Target shares and this provides predictability for the bidder and the shareholders of the Target.
Oppfølging fra tilbyders rådgiver i e-post 02.11.2023:

Referring to the email below from Oslo Børs 12 October 2023 and our call earlier today. For the sake of good order and given the magnitude of the potential transaction and the amounts involved with the need for visibility, we kindly ask you to quickly confirm our understanding of the OSE's position based on the call, as set out below. We ask for understanding as to the urgency for a confirmation as relevant documentation is in the process of being finalised.

In order to calculate the highest price paid within the last 6 months, when entering into bilateral agreements regarding the sale of Target shares with settlement in another currency than NOK, this shall be done by using the available relevant exchange rates at the day the parties entered into the agreement for the sale of such Target shares (i.e. in practice, a reputable exchange rate published the day prior to the agreement date). In order to get a representative value of the consideration in another currency, it will not be sufficiently accurate to base this on a 3 or 5 days average exchange rate for that specific currency prior to signing the bilateral agreement. Notwithstanding that this method of calculation is used when determining a representative price for listed consideration shares, the same considerations does not apply for the valuation of currencies, given that the market for currency is, in general, far more liquid than for shares. Hence, the available exchange rate at the day of signing is representative for the value of the relevant currency and shall be used for calculation of the price paid per share in situations as set out in our request below.

Please let us know if you have any questions to the above.

Svar fra Oslo Børs i e-post 02.11.2023:

We confirm that that when calculating the value of currency into NOK the practice, and our view, is to use the currency rate of the relevant date (here the date of the agreement) and not the average over several days.

Oppfølging fra tilbyders rådgiver i e-post 02.11.2023:

Thank you for the swift confirmation. For the avoidance of doubt, we assume the latest available official daily average exchange rate, i.e. as announced on the day before signing of the agreement (as an example: Exchange rates (norges-bank.no) is representative for the value, as same day daily rates will not yet be available when signing the agreement and agreeing the price.

Svar fra Oslo Børs i e-post 03.11.2023:

Yes, the last available price can be used to calculate the value of the consideration.

Oppfølging fra tilbyders rådgiver i e-post 06.11.2023:

As indicated in our call earlier, the parties have agreed to use a daily average (latest trading day) to be calculated based on the hourly Bloomberg fixes (BFIX).

Appreciate if you could confirm as soon as possible that such a calculation method can be used, as this is considered as the most representative basis for the exchange rate at the time of signing.

Svar fra Oslo Børs i e-post 07.11.2023:

We would consider a calculation of average over 24 hours to be representative for the assessment of the NOK value of the consideration agreed.

We are not familiar with BFIX in particular.

Oppfølging fra tilbyders rådgiver i e-post 08.11.2023:

Reference is made to our previous correspondence regarding FX questions arising in connection with Project Aurelia.

In order for the rolling shareholders and consortium members to be able to approve the transaction in their respective boards and investment committees, both (i) the rolling shareholders will need to understand the value of the cash consideration to be received by them in their relevant currency (USD for E, EUR and NOK for S) and also the ownership interest they will obtain in the Bidco structure ("**Bidco**"), and (ii) the private equity funds participating in the consortium sponsoring Bidco will need to understand that the funds they commit to this transaction and the external debt financing (which will primarily be in EUR and USD) will be sufficient to finance the purchase of some of the shares of the rolling shareholders (in a combination of USD, EUR and NOK), the voluntary offer (which will be in NOK) and the subsequent mandatory offer/compulsory acquisition (which will be in NOK), and to refinance the Company's existing debt.

In order to provide the respective parties with the predictability required, and taking into consideration the time from entering into the transaction agreements until completion of the various transactions, the various FX exposures will need to be hedged.

The following sequence of events is therefore anticipated, although the dates are for illustrative purposes only:

- **Signing Date:** Signing and execution of transaction agreements and related documents. For practical and logistical reasons, it is contemplated that Signing Date will be Sunday. The FX rates used for determining the various currency amounts in the transaction agreements will be set on the basis of the latest available FX rates for the relevant currencies (USD/EUR/NOK), which will be Signing Date -1 FX rate (i.e. Friday if Signing Date is Sunday). We refer to our separate discussion as to how the Signing Date -1 FX rates are to be determined (daily average to be calculated based on the hourly Bloomberg fixes (BFIX) during the relevant trading day).

Given the magnitude of the hedging arrangements that will need to be entered into for the purpose of this transaction (in the order of NOK60bn), the entering into of the transaction agreements cannot be disclosed until the hedging arrangements have been established as that would most likely influence the FX rates and thus prejudice the legitimate interests of the Company. The signature pages for the transaction documents will therefore be kept in escrow by the respective legal counsel until the hedging arrangements are in place, which is expected to take up to two full business days following the Signing Date.

- **Signing Date +1 and Signing Date +2:** Hedging period where the hedging arrangements will be established.
- **Upon the earlier of establishment of hedging arrangements and 8:30 am CET on Signing Date +3:** Release of signed transaction agreements and public announcement of the transaction.

In practice, the successful placing of the hedging arrangements or the expiry of the hedging period will be a condition precedent release of signatures and announcement of the offer as contemplated by the transaction agreements, but announcement will not be subject to any other conditions once the transaction agreements have been signed. It is being considered whether the transaction shall lapse if a certain portion of the currency exposure is not hedged by the end of the hedging period.

As the consideration received by the rolling shareholders for their shares in the listed entity (i.e. in the form of shares in the Bidco structure and cash purchase price in NOK, EUR or USD) will not be affected by the hedging activities, we are of the view that the Signing Date -1 FX rates will be the correct FX rates to be used for the purpose of determining the offer price in the subsequent mandatory offer / compulsory acquisition in this scenario. We are, however, kindly seeking confirmation that Oslo Børs, in its capacity as the Norwegian takeover authority, share our view on this matter.

We are also of the view that the listed Company in the above scenario has sufficient grounds to continue delaying disclosure of the contemplated voluntary tender offer and the entering into of the transaction agreement until expiry of the hedging period (provided that confidentiality is maintained), but please let us know if you do not agree.

Svar fra Oslo Børs i e-post 08.11.2023:

On the basis of the circumstances described in your e-mail, we are of the view that it would be appropriate, for the purpose of the assessment of the value of the consideration, to use the Sunday as the date of the agreement. Further, as communicated on last Friday and Monday using an average FX rate for the last available day would be appropriate.

Oppfølging fra tilbyders rådgiver i e-post 17.11.2023:

Further to the below, we are exploring the possibility to sign Monday 20 November. Given that the investors have agreed to calculate the daily average based on the half hourly Bloomberg fixes (BFIX) during the relevant trading day (8 am – 4 pm UKT), we assume and would appreciate if the OSE could confirm that it will be appropriate to use such daily average from Friday as long as signing happens prior to 4 pm UKT on Monday (since, for the avoidance of doubt, no daily average is published Sunday or Saturday), while such daily average from Monday should be used if signing happens at 4 pm UKT or after 4 pm. Further, the same principle will apply if signing takes place on any other weekday (i.e. the daily average from the weekday before as long as signing happens prior to 4 pm UKT). We would appreciate the OSEs swift confirmation on this point.

Svar fra Oslo Børs i e-post 17.11.2023:

We deem this to be an appropriate method to calculate the value of the consideration agreed and consistent with what we have communicated to you earlier.

5.2.12 Request for guidance – Minimum price of mandatory offer (e-postkorrespondanse 17.11.2023)

E-post vedrørende veiledning om erverv av aksjer i et selskap på tilbydersiden og dets betydning for vederlag mottatt for målselskapets aksjer ved beregning av minstepris i et fremtidig pliktig tilbud, jf. vphl § 6-10 (4).

E-post fra tilbyders rådgiver, 15.11.2023:

Reference is made to the presentation of the contemplated transaction structure in relation to a possible voluntary offer for the shares in a Norwegian ASA listed at the OSE, shared with the OSE 31 October 2023 and re-attached hereto for simplicity. Capitalized terms hereinafter shall have the same meaning as set out in the presentation.

Due to various reasons, in particular post-completion taxation pursuant to U.S. tax laws applicable to Erik, we are exploring options whereby Erik's ownership following completion of the voluntary offer can be reduced below 10% in the Offeror Group. The currently contemplated solution is to regulate this as a right in the shareholders' agreement between the shareholders in TopCo, including JV HoldCo, Sven and Erik, granted in favour of JV HoldCo to request that Erik sells to JV HoldCo additional shares in TopCo within a limited time (several months) following completion (the "**HoldCo TopUp**").

The HoldCo TopUp will grant JV HoldCo the right to purchase the number of shares in TopCo to reduce Erik's ownership in TopCo to below 10%. Erik's shares in TopCo will be purchased at a price per share equal to the Offer Price (in NOK or USD), with funding provided to JV HoldCo only by participating Sponsors as set out below. If the Offer Price would be paid in USD, the USD price per Target Share shall be calculated based on the FX rate at signing, in order to ensure that JV HoldCo does not pay or agree to pay a higher consideration than the Offer Price by exercising the HoldCo TopUp. The current plan is that only P8 (a fund managed by Peter, and not currently invested in the Target) and Bjoern will have the opportunity to participate with funding to finance the HoldCo TopUp (and that Gunnar and Torben will only be permitted to participate in the funding to the extent P8 and/or Bjoern does not participate), i.e. in practical terms, this is an option to Bjoern and P8, but routed through JV HoldCo.

Peter, as one of the Sponsors, is participating in the Offer through the funds P7 and P8. Both funds are managed by Peter, although the economic interest is strictly separated given that the investors in P7 and P8 are different. P7 (excluded from the arrangement above) currently hold Target Shares which will be contributed by way of rollover in exchange for newly issued shares in JV HoldCo.

For the sake of good order, we emphasize that neither Bjoern or P8 (nor Gunnar or Torben) owns any Target Shares at this point. P7 which currently holds Target Shares which will be rolled into JV HoldCo will in any case not be permitted to participate in the funding of the HoldCo TopUp. Accordingly, we are of the opinion that the economic value (if any) of the HoldCo TopUp cannot be considered as consideration for Target Shares. Therefore, the HoldCo TopUp does not by itself lead to an obligation to increase the Offer Price.

We would appreciate it if the OSE could provide guidance on the following questions related to the contemplated solution set out above:

1. Based on the above, could the HoldCo TopUp imply a financial advantage that must be reflected in the Offer Price, taken into account that neither P8 or Bjoern will contribute Target Shares to the Offeror Group, and that P7 (the only investor rolling shares into JV HoldCo) will not be permitted to participate in the funding of the HoldCo TopUp?
2. With regards to the offer price in a subsequent mandatory offer, would it be appropriate to calculate the Offer Price in USD based on FX rate at signing, i.e. that the consideration is calculated on the same basis at the Offer Price in the voluntary offer?

Svar fra Oslo Børs i e-post 17.11.2023:

We have considered the alternative scenario you have presented in your e-mail. We do provide this kind of guidance on the basis of the relevant facts and circumstances as you describe them to us. We do not do to assessments based on text abstract of agreements. Taking into account such circumstances would require us to study the full agreement or agreements to make sure we have the full context. Consequently, we have not assessed the wording you have sent us which seems to be something that is to be included a comprehensive agreement, only the facts as described in your e-mail. If there are elements in the potential agreement you deem to be relevant you must include that in your description of the matter to be assessed.

You have informed us that if the right to purchase the shares in TopCo is exercised, the price will be equal to the price of the public offer (using the same FX rate of for calculating the offer price). On this basis, our view is that the purchase of shares in TopCo to reduce Erik's ownership will not imply that Erik has received a higher consideration for shares in the Target that would be relevant for calculating the minimum price of a mandatory offer for the shares in the target.

Further, we are of the view, that a financing of such purchase of shares which is on market terms would not constitute payment for shares in the target for relevant for calculating the minimum price of a mandatory offer for the shares in the target.

5.2.13 Pliktig tilbud – minste pris – erverv der det ikke er betalt vederlag (e-postkorrespondanse 24.11.2023)

E-post vedrørende veiledning for fastsettelse av pris i et pliktig tilbud med forutgående utbytteutdeling der det ikke er utvekslet vederlag, jf. vphl. § 6-10 (4).

E-post fra tilbyders rådgiver 22.11.2023:

Viser til samtale i går angående fastsettelsen av pris i et pliktig tilbud med forutgående utbytteutdeling. For ordens skyld sender vi en skriftlig henvendelse for å få en formell avklaring av spørsmålet, som har stor betydning for vår klient.

Bakgrunn

Henvendelsen gjelder BW Group Limited ("BW Group") som er nær ved å krysse grensen for tilbudsplikt i BW Energy Limited ("BWE"), som følge av at BW Offshore Limited ("BWO") over en lengre periode har delt ut aksjer i BWE som utbytte til sine aksjonærer. BW Group eier i dag 39,53 % av aksjene i BWE. Den 28. november 2023 vil BWO dele ut et nytt utbytte i form av aksjer i BWE til sine aksjonærer, og BWO vil øke sin eierandel til ca 39,9 %. Som dere er kjent med har BW Group vurdert alternative måter å håndtere situasjonen, men kommet frem til at de vil fremsette et pliktig tilbud til de øvrige aksjonærene i BWE ved å kjøpe ytterligere aksjer i markedet etter utbytteutdelingen 28. november 2023 slik at BW Group krysser grensen på 40 % for tilbudsplikt ved kjøpet. Prisen i det pliktige tilbudet vil reflektere den høyeste prisen BW Group betaler for aksjer i BWE ved sine markedskjøp, jf. verdipapirhandelloven § 6-10 fjerde ledd.

Spørsmålet – betydningen av markedskursen for BWE-aksjene ved tidligere utbytteutbetalinger

Den 6. juni og 7. september 2023 mottok BW Group aksjer i BWE som utbytte fra BWO. På tidspunktet for utdelingen i september var verdien av BWE-aksjene ca NOK 27 per aksje og i juni ca NOK 29. Hva kursen vil være på tidspunktet for utbytteutdelingen den

28. november vet vi naturligvis ikke. Spørsmålet er om markedskursen på tidspunktet for disse utbytteutdelingene har betydning for prisen i det pliktige tilbudet.

Tilbudsprisen reguleres av vphl § 6-10 fjerde ledd hvor det heter at "[t]ilbudsprisen skal være minst like høy som det høyeste vederlag tilbyderen har betalt eller avtalt i perioden 6 måneder før tilbudsplikten inntrådte". Ved en utbytteutdeling er det verken betalt eller avtalt noe vederlag. Utbytte er en ensidig overføring fra selskapet til aksjonærene uten noen motytelse. Vårt syn er dermed at markedskursen på BWE-aksjene på tidspunktet for utbytteutdelingene i juni, september og november 2023 ikke er relevant for fastsettelsen av tilbudsprisen.

Reguleringen av tilbudsprisen suppleres av en bestemmelse om at "[d]ersom det er klart at markedskursen når tilbudsplikten inntre er høyere enn den pris som følger av første punktum, skal tilbudsprisen være minst like høy som markedskursen". Denne bestemmelsen er også forstått slik at der det ikke er betalt noe vederlag de siste seks månedene før tilbudsplikten inntrådte, skal tilbudsprisen være minst like høy som markedskursen da tilbudsplikten inntrådte, jf. Børsklagenemnda sak 5/2006 (Wilson). Etter vårt syn er denne forståelsen av bestemmelsen en snever unntaksregel som bare skal brukes i de tilfellene hvor det ikke er betalt eller avtalt noe vederlag i 6-måneders perioden. Ordlyden i loven skal etter vårt syn ikke forstås slik at dersom tilbyder i perioden i tillegg til å kjøpe aksjer også har mottatt aksjer uten vederlag (utbytte, gave, arv), skal man beregne tilbudsprisen ved å se hen til markedskursen på tidspunktet aksjene ble mottatt dersom denne er høyere en vederlaget som er betalt. BW Group har ikke kontroll over BWOs utbytteutdelinger og når disse foretas (og dermed heller ikke hvilken markedskurs som i tilfellet vil være relevant), og en motsatt konklusjon ville medført manglende forutberegnelighet og en betydelig risiko for BW Group. I henhold til ordlyden er det markedskursen på tidspunktet tilbudsplikten inntrådte som er den relevante, og dersom man også skulle sett hen til markedskursen ved utdelinger i løpet av 6 måneders perioden måtte man hatt klar hjemmel for det i loven.

Vi ber om bekreftelse fra Oslo Børs på om man er enig i konklusjonen ovenfor. Da utbytteutdelingen fra BWO skal finne sted neste uke, ber vi om tilbakemelding så snart som mulig.

Svar fra Oslo Børs i e-post 24.11.2023:

Vi deler deres forståelse av regelen om minste pris og erverv der det ikke er betalt vederlag.

Etter regelen om minstepris er det relevante det eller de vederlag tilbyderen (eller nærstående har betalt (eller avtalt)) i 6 måneder perioden. Generelt innebærer dette at dersom det i perioden foreligger erverv der det ikke utveksles vederlag skal det ikke foretas verdsettelse av de relevante aksjene på det tidspunktet de overdras.

I situasjoner der tilbudsplikt utløses uten at det er betalt vederlag er det lagt til grunn tilbudsprisen minst må tilsvare markedsprisen når dette skjer. Dette prinsippet ble benyttet av Børsklagenemnden i sak 5/2006 (Wilson) i en situasjon der tilbudsplikt ble utløst ved utdeling. Vi kan ikke se at det i et slikt tilfelle er grunnlag for å inkludere verdsettelse av aksjer som er mottatt ved tidligere utdelinger. En slik forståelse harmoniserer best med det generelle utgangspunktet om hvilke vederlag som det er relevant å se hen til og ordlyden i bestemmelsen om markesprisalternativet (vphl. § 6-10 fjerde ledd).

Regelen om minste pris er en svært sentral regel i regelverket om selskapsovertakelser. Denne forståelsen av kravet til minste pris gir klarhet og forutberegnelighet for potensielle tilbydere.

5.2.14 Adevinta ASA - Statement on the offer (e-postkorrespondanse 07.12.23)

E-post vedrørende vurdering av krav om uavhengig uttalelse i et frivillig tilbud, basert på om tilbudet er fremsatt i forståelse med selskapets styre, der det foreligger transaksjonsavtale mellom tilbyder og målselskap, jf. vphl. § 6-16 (4).

E-post fra tilbyders rådgiver 27.11.2023:

We refer to the voluntary tender offer (the "Offer") for all A shares in Adevinta ASA (the "Company") announced on 21 November 2023. We are acting for Adevinta in the matter, and would like to confirm Oslo Børs' view as to whether the statement on the Offer pursuant to section 6-16 of the Securities Trading Act can be issued by the independent directors on the board of the Company, or if Oslo Børs will require that the statement is issued by a third party.

In August 2023, the Company received an indicative non-binding proposal relating to a possible tender offer for all shares in the Company from Permira and Blackstone, as well as General Atlantic and TCV, (the "Investors").

Upon receipt of the indicative non-binding proposal, the board of directors of the Company appointed a special committee consisting of the five independent board members that are not representatives of eBay, Schibsted and Permira (the "Special Committee"). The Special Committee has represented the Company in all aspects relating to the Offer up to issuance of this statement. The Company engaged Citigroup Global Markets Europe AG and J. P. Morgan Securities Plc as financial advisers, and Advokatfirmaet BAHR AS, Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP and Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom (UK) LLP as legal advisers. The advisers have acted under the instructions of, and reported to, the Special Committee.

The Offer is being made through Aurelia Bidco Norway AS (the "Offeror"). The Company has also been informed that the Offeror has entered into agreements separately with eBay and Schibsted pursuant to which, when such agreements become effective, the Investors, eBay and Schibsted will become owners of companies that indirectly will control the Company upon a closing of the Offer. eBay, Schibsted and Permira are the Company's largest shareholders, holding approximately 33.0%, 28.1% and 11.2% of the share capital of the Company, respectively.

On 21 November 2023, the Company entered into a transaction agreement with the Offeror, setting out among other things the terms and conditions upon which the Offeror will make the Offer to the Company's shareholders and the statement the Company's board shall make with respect to the Offer. The transaction agreement also includes certain behavioural covenants and other regulations relating to the interim period until a completion or termination of the Offer.

A statement on the Offer from the Company's board was published on 21 November 2023 [NewsWeb \(oslobors.no\)](https://www.oslobors.no), and will also be attached to the offer document for the Offer. As described in the statement, it has been issued by the members of the board of directors not having a conflict of interest towards Schibsted, eBay or Permira, namely Orla Noonan (Chair), Sophie Javary, Fernando Abril-Martorell, Julia Jäkel and Michael Nilles (the "Board"). The statement only addresses the cash alternative in the Offer (the "Cash Consideration").

As further described in the statement, the Board is of the view that:

- the Company over time can generate greater value than what is reflected in the Cash Consideration. Accordingly, for those shareholders focusing on the long-term

value potential of the Company the Board is not able to make a recommendation whether to accept the Offer;

- however, as the Cash Consideration is within the range of what is fair, from a financial point of view, to the shareholders of the Company, and at a 52.6% premium to the Undisturbed Price, which is within the range of what has been offered in recent public offers in Norway, it may represent an attractive opportunity for shareholders who are looking to monetize their investment in the short term.

Consequently, the Board has stated that it believes that the Company's shareholders should have the opportunity to take their own individual view on the merits of the Offer. This means that the Board has not given a recommendation to accept the Offer, but rather taken a neutral / balanced view.

In the transaction agreement, the Company has undertaken that the Company's board may only amend, modify or withdraw its statement on the Offer if a superior offer is made by a third party and such superior offer is not matched by the Offeror. The Company has not undertaken restrictions on its ability to solicit or engage with possible alternative offers before expiry of the initial 20 business day offer period in the Offer, and after the initial offer period the Board still has the ability to entertain unsolicited, bona fide offers that can be superior to the Offer. Further, the Board has been informed that shareholders that have agreed to participate in the Offer or otherwise transfer their shares to the Offeror will be released from their obligations to participate in the Offer in the event the Board has recommended a superior offer.

In its review of the Offer, the Board also obtained fairness opinions from Citigroup and JP Morgan, as referenced in the above mentioned stock exchange release, each of which provides that, at their respective dates, and subject to the assumptions, considerations, qualifications, factors and limitations set forth therein, the Cash Consideration is fair, from a financial point of view. Citigroup and JP Morgan have been engaged by the Company in connection with the Offer, and has acted under the instructions of, and reported to, the Special Committee.

The current situation differs from the most common situations where Oslo Børs has required that an independent third party issues a statement pursuant to section 6-16 of the Securities Trading Act, in that (a) the Board has not given a recommendation to accept the Offer, and (b) the Company has retained the right to solicit other offers in the period until expiry of the initial 20 business day offer period in the Offer. The entire process from receipt of the non-binding indicative proposal in August 2023 up until announcement of the Offer has also been managed exclusively by the Special Committee. For these reasons, we believe that the reasoning behind Oslo Børs' position in previous recommended voluntary offers are not as prominent in this situation, and it could therefore be questioned whether there is a need to require that an independent third party issues a statement with respect to the Offer, or if this can rather be done by the Board represented by the independent directors.

We welcome Oslo Børs' view on the above. Please let us know if you have any questions or requests for additional information in order to conclude the assessment.

Svar fra Oslo Børs i e-post 07.12.2023:

After having reviewed the below and the transaction agreement just received from Wikborg, we have the view that an independent statement will be required in the voluntary offer, cf. the Securities Trading Act section 6-16 (4).

This is mainly based on the actual transaction agreement agreed between the offeror side and the independent board members in Adevinta. Even though that the board has not given a recommendation to accept the Offer, the content of a board statement is already agreed as part of the transaction agreement. It is also agreed that this board statement, in defined situations, could be amended, modified or withdrawn. The transaction agreement with the large shareholders implies extensive commitments for Adevinta and entails that it will be difficult for any competing bids to succeed.

We note that a board statement already is published 21 November, which can be amended, modified or withdrawn.

Consequently, our view is that the offer is made in concert with the Board of Adevinta to such extent that that an independent statement is required.

5.2.15 Northern Drilling Ltd - Statement on the offer from Hemen Holding Limited (e-postkorrespondanse 19.12.2023)

E-post vedrørende vurdering av krav om uavhengig uttalelse i et pliktig tilbud, basert på om tilbudet er fremsatt i forståelse med selskapets styre, der tilbyder har tegnet seg for tilnærmet alle aksjene i en rettet emisjon, jf. vphl. § 6-16 (4).

E-post fra Oslo Børs 11.12.2023:

To the Board of Directors of Northern Drilling Ltd by Gary Casswell (Chair) and Scott McReaken (CEO)

We have 7 December 2023 approved offer document from Hemen Holding Limited ("Offeror") regarding its mandatory offer to purchase the shares in Northern Drilling Ltd ("Northern Drilling"). Pursuant to the Norwegian Securities Trading Act section 6-16, the Board of Directors of Northern Drilling shall publish a statement on the mandatory offer. The relevant section of the act is set out below. The issues to be addressed in the statement are set out in such section 6-16. The statement shall be published at the latest one week prior to the end of the offer period.

If the offer is made by someone who is a member of the Board of Northern Drilling or has been made in concert with the Board of Northern Drilling, the take-over supervisory authority shall decide whom that shall issue such a statement on behalf of the company. We mention that when only certain directors have relationship with the Offeror that preclude them from participating in the discussions on the statement, it will normally be appropriate that the statement is provided by the other directors. When an offer is made in concert with the Board of the target company, Oslo Børs will normally decide that the statement shall be provided by an independent competent expert to be engaged by the target company.

Oslo Børs, in capacity as take-over supervisory authority, will consider if the statement from Northern Drilling on this offer shall be made by the Board of Directors of Northern Drilling, parts of the Board of Directors or by someone else. Such formal decision will be made after we have had the opportunity to consider the relevant factual matters. We therefore kindly ask you to submit information that you believe are of relevance.

Based on the offer document, Oslo Børs is aware that Gary Casswell is the chair of the Board of Northern Drilling and is also the chair of the board of Northern Ocean Limited, where Hemen Holding owns approximately 39.01 % of the shares. Gary Casswell has not in his capacity as member of the board of directors in the Offeror, had any concrete discussions with Northern Drilling about the offer prior to the mandatory offer obligation being triggered. However, the Offeror participated in a private placement in Northern

Drilling, and our view is therefore that the offer in that way has been made in concert with the Board of Northern Drilling.

When the statement on the offer is to be provided by others than the Board of Directors we normally decide that the statement shall be provided by an independent competent expert to be engaged by the target company. Before the final decision is made we prefer to discuss the matter with the company. An independent expert must be competent in the matter, not have business relationship with the bidder that could raise concerns regarding impartiality and not any interest in the outcome of the offer (such as consideration linked to the result of the offer). Any independent expert engaged must assess and confirm its independence directly to us.

We kindly ask you to inform us on how the Board of Directors of Northern Drilling intends to process the statement on the offer from the Offeror, hereunder who you consider to issue the statement on behalf of the company, as soon as possible.

If Northern Drilling publishes any press releases or other documents that include views on the offer by the Board of Directors of Northern Drilling such communications must clearly state that the statement is not a statement pursuant to the Norwegian Securities Trading Act section 6-16 and that a designated statement will be published on behalf of Northern Drilling after Oslo Børs, in capacity as take-over supervisory authority, has decided who that shall issue the statement.

For the sake of good order we also mention that the Norwegian Code of Practice for Corporate Governance includes recommendations concerning take-over bids (section 14 of the Code). The company must as a listed company provide a report on the company's corporate governance in the annual report. If the company does not fully comply with the Norwegian Code of Practice for Corporate Governance, the company must provide an explanation.

We kindly ask you to inform us on how the Board of Directors of Northern Drilling intends to process the statement on the offer from the Offeror.

The undersigned can be contacted if you would like to discuss this further.

Oppfølging fra selskapet i e-post 13.12.2023:

Reference is made to your email below. According to section 6-16 (4) of the Norwegian Securities Trading Act (the "STA"), the take-over supervisory authority shall decide who shall issue a statement on the mandatory offer on behalf of the company in two instances: where the bid has been made (i) "by someone who is a member of the board of the offeree company" or (ii) "in an understanding with the board of the company". In our opinion, none of the alternatives apply here.

The wording suggests that the first alternative applies only if the relevant board member personally makes the offer. However, as argued by Tjaum in "Tilbudspålykt ved oppkjøp" (2014), the provision should be interpreted more broadly to encompass cases where a member of the board has a relationship with the offeror, in this case Hemen Holding Limited (the "Offeror"), rendering them disqualified, as per the provisions of Section 6-27 (1) of the Norwegian Public Limited Liabilities Companies Act. This requires a prominent personal or financial interest in the matter. Mr Casswell serves as chair of the board in another company, Northern Ocean Ltd., in which the Offeror has a non-controlling interest. This would not in itself be sufficient to legally disqualify Mr. Casswell from considering the merits of the mandatory offer relating to Northern Drilling. This was also the conclusion made by Oslo Børs in March 2022 relating to the previous mandatory for

the company. No relevant circumstances have changed since then, and we are of the view that the result should be the same at this time with respect to Mr Casswell.

The preparatory works of the STA section 6-16 suggest that the legislator envisioned similar situations of disqualification under alternative (ii) as well. This is supported by chapter 9.3.16.1, paragraph two of NOU 1996:2, which recommends the same approach in scenarios where the offer is coordinated with the company's board, as such situations could lead to questions about the board's impartiality. Typically, this clause is applied when the offeror and offeree have entered into a transaction agreement or other agreements in relation to the offer which effectively establish a situation where the board cannot be seen to be impartial in respect of whether or not the offer should be accepted.

In this instance Hemen participated in a private placement together with a number of other investors on equal terms. As a result of Hemen's subscription, the mandatory offer requirement was triggered. It seems unnatural to the company to conclude that such situation means that the "offer" has been made in understanding with the board. In reality, the mandatory offer is made solely as a consequence of the Act itself, not due to any common understanding with the company in respect thereof. In the absence of any agreements or understandings between the company and the offeror with respect to the offer, we cannot see that the manner of acquisition would create a situation where the board cannot be seen as impartial with respect to the offer. Should the term "acting in understanding with the offeror" be applied to the current situation, this would mean that any mandatory offer triggered by a share subscription in itself would be seen as being subject to section 6-16 (4) of the STA. Such interpretation does not appear well supported by the wording or preparatory works to the Act. It seems an unnaturally expansive interpretation in the absence of any particular circumstance that would create any direct or indirect incentive, agreement or understanding involving the board with respect to the offer.

In our view, the fact that Hemen acquired the relevant shares through a share capital increase does not create a situation where the board can reasonably be viewed as partial with respect to the subsequent mandatory offer triggered thereby. Hence, it is the Company's position that the board should make the statement on behalf of the Company, and that Mr. Casswell may participate in the board's assessment of the mandatory offer.

We use the opportunity to point out that the only value of the company are the legal claims against Hanwha. The 6-16 statement will ultimately be more or less entirely dependent on an assessment of the merits of these claims, which are under non-Norwegian law. It strikes us as extremely difficult for a third party expert to effectively value these claims. While we stress that the above position have been arrived at regardless of this reality, we do take the liberty of pointing it out for the purpose of transparency with respect to the purpose of the statement and the factual situation that influences our overall positions to the question at hand.

Thank you and please let me know if there is anything else the Company can provide.

Svar fra Oslo Børs i e-post 15.12.2023:

Thank you for your response regarding the board statement. We note your information regarding Mr. Casswell. For the offer in 2022, Mr. Marius Hermansen was excepted from the statement. Please provide your updated status on him for the possible relationships with the offeror for the current offer.

However, the background for triggering the current mandatory offer is very different in the current offer than it was in the March 2022 offer. This time there is a private

placement were Hemen received 306,110,052 out of 313,971,440 shares, which equals approx. 97.5% of the private placement, that triggered the offer.

Please also note that even though if an independent statement should be required, there is no hinder that board member can express their view on the offer, but this will not be part of the STA 6-16 statement. Referring to STA 6-16 first paragraph below, the requirement content of the statement is limited to certain issues.

We are looking forward to receive your view on the above, and thereafter we will proceed on our decision regarding the company's statement.

Oppfølging fra selskapet i e-post 18.12.2023:

All is sorted now and please find the following in response.

Northern Drilling Ltd. (the "Company") maintains its stance that the board is fully qualified, and is by far best positioned under the circumstances, to make the STA Section 6-16 statement on behalf of the Company.

Mr. Hermansen was employed by Seatankers Management Company Limited, a company associated with the Hemen Holding Ltd. (the "Offeror"), until July 2021. Despite his lack of involvement in the mandatory offer in March 2022 and no existing association with the Offeror at that time, both Mr. Hermansen and the Company agreed that it was prudent for him to abstain from participating in the board's statement on the 2022 mandatory offer. This decision was based on Mr. Hermansen's long-term employment with a company associated with the Offeror, and his relatively recent departure from that role. However, this potential concern has diminished, considering that almost two and a half years have elapsed since Mr. Hermansen was associated with the Offeror.

Mr. Hermansen has not been involved in the current offer, nor does he have any current ties with the Offeror. His previous affiliation with the Offeror is now sufficiently distant in time, to the extent that it does not legally preclude him from assessing the merits of the mandatory offer concerning Northern Drilling. Nevertheless, Mr. Hermansen would of course fully prepared to withdraw from the board's assessment of the mandatory offer should the stock exchange deem his past association with the Offeror a disqualifying factor.

Svar fra Oslo Børs i e-post 19.12.2023:

Attn: To the Board of Directors of Northern Drilling Ltd by Gary Casswell (Chair) and Scott McReaken (CEO)

We refer to the e-mails below. Pursuant to the Norwegian Securities Trading Act section 6-16, the Board of Directors of Northern Drilling Ltd ("Northern Drilling") shall publish a statement on the mandatory offer made by Hemen Holding Limited ("Offeror"). The statement shall be published at the latest one week prior to the end of the offer period. Oslo Børs, in its capacity as take-over supervisory authority, has hereby decided that the statement by the company shall be issued by an independent expert and not by the Board of Directors in Northern Drilling, cf. the Securities Trading Act section 6-16 fourth paragraph. Oslo Børs has based its decision on the circumstance that 97.5% of the private placement in Northern Drilling was directed towards the Offeror, which triggered the offer obligation, and is therefore of the view that the offer in that way has been made in concert with the Board of Northern Drilling.

Regarding who shall issue the statement on behalf of Northern Drilling, please provide us contact details for the proposal of an independent expert which we will contact, as soon

as possible. The independent expert must not have business relationship with the Offeror or closely related that could raise concerns regarding impartiality and not any interest in the outcome of the offer. The independent expert must assess this matter and confirm its independence directly to us. After we have received that, we will further promptly make the resolution regarding the independent expert that shall give the statement on behalf of Northern Drilling.

The decision by Oslo Børs shall be addressed in the statement on the offer issued by the independent expert.

The issues to be addressed in the statement are set out in section 6-16 of the Norwegian Securities Trading Act. For the sake of good order we mention that even though the statement not will be published by the Board of Northern Drilling, the statement must include, or refer to, information on the views, if any, of the board members and the CEO in their capacity as shareholders of Northern Drilling and any opinions on the offer from the employees. Northern Drilling must facilitate that opinions on the offer from the employees are provided to the independent expert. Further, Northern Drilling must provide the independent expert with access to all agreements entered into with the Offeror and any relevant information and documents regarding the Board's discussions of these.

As indicated earlier, even though an independent statement is required in this case, we encourage that board members express their view on the offer, but not as part of the STA 6-16 statement in this case.

For the sake of good order we also mention that the Norwegian Code of Practice for Corporate includes recommendations concerning take-over bids (section 14 of the Code). We are looking forward to receive the contact details for the independent expert proposed by Northern Drilling.

Oppfølging fra selskapet i e-post 19.12.2023:

Thank you for the below, all of which is duly noted.

We have been in contact with KWC for the purpose of an independent statement, and they should be fully impartial to do the assignment.

Feel free to contact Simen Weiby of KWC.

Svar fra Oslo Børs i e-post 19.12.2023:

Attn: To the Board of Directors of Northern Drilling Ltd by Gary Casswell (Chair) and Scott McReaken (CEO)

We kindly refer to the below e-mails and our decision earlier today that the statement on behalf of Northern Drilling shall be issued by an independent expert and not by the Board of Directors in Northern Drilling. Thank for the proposed independent expert, KWC AS attn: Simen Weiby.

Further to that, Oslo Børs, in its capacity as take-over supervisory authority, has decided that the statement by the company shall be issued by KWC AS ("KWC") as an independent expert, on behalf of the company, cf. the Securities Trading Act section 6-16 fourth paragraph. The independent expert must not have business relationship with the Offeror or closely related that could raise concerns regarding impartiality and not any interest in the outcome of the offer. KWC has assessed this matter and confirmed its independence directly to us.

The decision by Oslo Børs shall be addressed in the statement on the offer issued by KWC.

5.3 Dispensasjon fra tilbudsplikt

5.3.1 Frøy ASA – Dispensasjon fra tilbudsplikt for SalMar ASA, 05.05.2023

1. Søknaden

Det vises til brev av 5. mai 2023 og e-post av 22. mai 2023 fra Advokatfirmaet BAHN AS, hvor det på vegne av SalMar ASA («**SalMar**») søkes om dispensasjon fra tilbudsplikt for aksjene i Frøy ASA («**Frøy**») etter lov 29. juni 2007 nr. 27 om verdipapirhandel («**vphl.**») § 6-2 (3), for erverv av aksjer fra heleid datterselskap.

NTS AS («**NTS**»), et heleid datterselskap av SalMar, eier aksjer i Frøy tilsvarende ca. 72,11 % av aksjene og stemmene i selskapet. SalMar og NTS planlegger en fusjon som ved gjennomføring vil medføre at NTS innfusjoneres i SalMar. SalMar har søkt om dispensasjon fra tilbudsplikt i forbindelse med konserninterne overføring av aksjer i Frøy som følge av fusjonen.

Det søkes om dispensasjon under henvisning til at overdragelsene ikke innebærer kontrollskifte over aksjeposten i Frøy.

2. Rettslig grunnlag

Det følger av vphl. § 6-1 (1) om tilbudsplikt ved erverv av aksjer at:

«Den som gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer mer enn 1/3 av stemmene i et norsk selskap hvis aksjer er notert på norsk regulert marked (notert selskap), plikter å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet. Tilbudsplikten bortfaller dersom det foretas salg i samsvar med § 6-8, jf. § 6-9.»

Etter vphl. § 6-1 (6) utløses tilbudsplikt ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med:

«Første ledd gjelder tilsvarende ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med etter § 6-5, når erververen alene eller sammen med en eller flere av de nærstående passerer tilbudspliktgrensen som følge av ervervet.»

Hjemmelen for vedtak om dispensasjon fremkommer av vphl. § 6-2 (3):

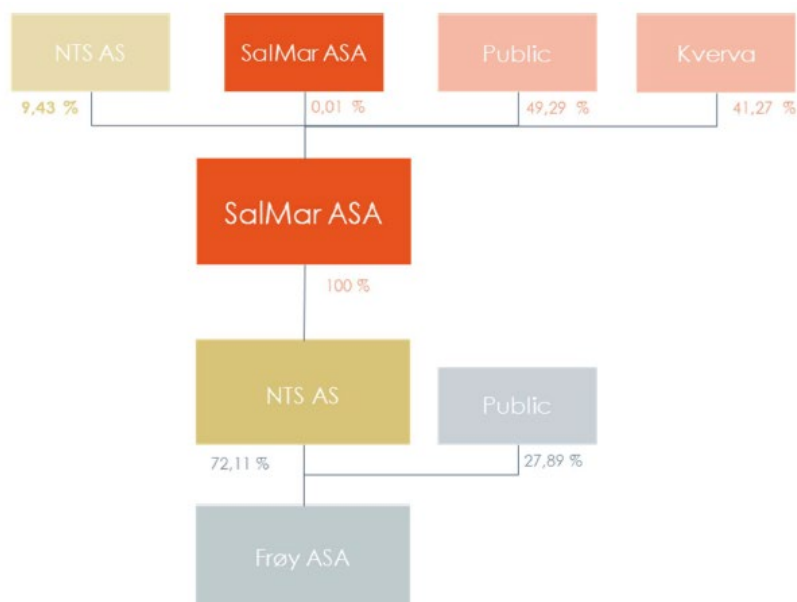
«Tilbudsmyndigheten kan i særlige tilfeller gjøre unntak fra tilbudsplikten ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med etter § 6-5, jf. § 6-1 sjette ledd.»

3. Faktiske forhold

Frøy har vært notert på Oslo Børs siden 2021. Det er 86 348 603 aksjer i selskapet.

SalMar eier 100 % av aksjene i NTS, som igjen eier 62 269 112 aksjer i Frøy, som utgjør en eierandel på ca. 72,11 %. I tillegg eier NTS 13 691 960 aksjer i SalMar, tilsvarende omkring 9,43 % av aksjene. Både Frøy og SalMar er notert på Oslo Børs.

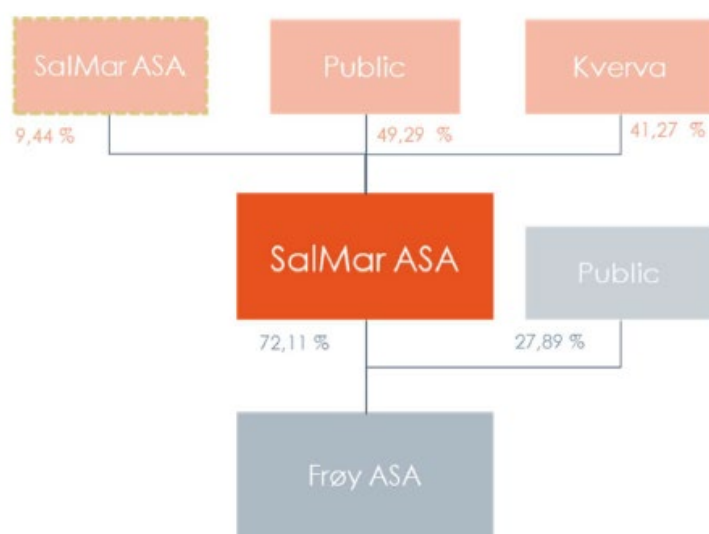
Nåværende eierstruktur er som følger (inkludert SalMars beholdning av egne aksjer):



SalMar og NTS planlegger å gjennomføre en fusjon mellom morselskap og heleid datterselskap («**Fusjonen**») i henhold til allmennaksjeloven § 13-24, hvor SalMar gjennom Fusjonen overtar alle eiendeler, rettigheter og forpliktelser i NTS, herunder aksjene i Frøy og aksjene i SalMar. Utover aksjene i Frøy og SalMar, har NTS kun andre mindre investeringer.

Bakgrunnen for den planlagte Fusjonen er å etablere en mer hensiktsmessig selskaps- og eierstruktur.

Eierstrukturen etter en gjennomføring av Fusjonen vil være som følger (inkludert SalMars oppdaterte beholdning av egne aksjer):



4. Vurdering av dispensasjon

Etter vphl. § 6-1 (6) utløses tilbudsplikt ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med når erververen passerer tilbudspliktgrensen. Oslo Børs, i egenskap av tilbudsmyndighet, kan i særlige tilfeller gjøre unntak fra tilbudsplikt ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med, jf. vphl. § 6-2 (3). I forarbeidene, NOU 2005: 17 og Ot.prp. nr. 34 (2006-2007), er det om dispensasjonsvurderingen uttalt at det skal vektlegges om overdragelsen utgjør et kontrollskifte, eller kan utgjøre et ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte.

Oslo Børs anser ikke reorganiseringen av eierskapet i Frøy for å innebære et kontrollskifte eller å være ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte. Oslo Børs mener at det foreligger slike særlige grunner at det kan gis dispensasjon fra tilbudsplikten etter vphl. § 6-2 (3) for overdragelsen av aksjeposten i Frøy fra NTS til SalMar.

Dispensasjoner fra tilbudsplikt bør inneholde en tidsramme for gjennomføring. Innen 31. desember 2023 anses passende her.

5. Vedtak

Oslo Børs, i egenskap av tilbudsmyndighet, har på denne bakgrunn fattet følgende vedtak:

Det gis, etter vphl. § 6-2 (3), dispensasjon fra tilbudsplikt til erverv av aksjer i Frøy ASA for SalMar ASA ved fusjon med NTS AS.

Overdragelse må gjennomføres innen 31. desember 2023.

Senest samtidig med at gjennomføring av overdragelsen foreligger skal SalMar ASA sørge for at det ved alminnelig børsmelding offentliggjøres at Oslo Børs, i egenskap av tilbudsmyndighet, har vedtatt å gi dispensasjon etter vphl. § 6-2 (3) for overdragelsen. Oslo Børs skal samtidig gis beskjed om offentliggjøringen.

Vi gjør for ordens skyld oppmerksom på at vedtaket kan påklages av andre med rettslig klageinteresse.

Det bes om tilbakemelding til Oslo Børs dersom overdragelsene ikke gjennomføres.

5.3.2 Børsklagenemnden – sak 1/2023 – BW Energy Limited

Avgjørelse 21. august 2023 av klage fra BW Group Limited over Oslo Børs' vedtak 14. juni 2023 om ikke å gi dispensasjon fra tilbudsplikt etter lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) § 6-2 (3) til erverv av aksjer i BW Energy Limited for BW Group Limited ved utdeling av aksjer som utbytte fra BW Offshore Limited.

1. Klagesaken og børsklagenemndens sammensetning

Oslo Børs ASA (heretter «Oslo Børs» eller «børsen») fattet 14. juni 2023 følgende vedtak:

«Det gis ikke dispensasjon etter vphl. § 6-2 (3), fra tilbudsplikt til erverv av aksjer i BW Energy Limited for BW Group Limited ved utdeling av aksjer som utbytte fra BW Offshore Limited.»

BW Group Limited (heretter «klager» eller «BW Group») påklaget vedtaket 28. juni 2023. Klagen ble fremsatt av advokatfirmaet Thommessen AS v/advokat Hans Cappelen Arnesen (heretter «advokatfirmaet Thommessen»). Klagen er rettidig. Klager er aksjonær i BW Energy Limited (heretter «BW Energy») og eide per 14. juni 2023 101 039 271 aksjer i BW Energy, som tilsvarer ca. 39,16 % av aksjene. Klager fremsatte opprinnelig en søknad for Oslo Børs i egenskap av tilbudsmyndighet om dispensasjon fra tilbudsplikt. Klager legges til grunn å ha rettslig klageinteresse i saken, jf. forskrift 29. juni 2007 nr. 876 om verdipapirhandel (verdipapirforskriften) § 12-5 (1) jf. lov 10. februar 1967 om behandlingsmåten i forvaltningssaker (forvaltningsloven) § 28 første ledd.

Oslo Børs fant ikke grunn til å omgjøre vedtaket og oversendte 26. juli 2023 saken til Børsklagenemnden for behandling sammen med børsens merknader til klagen, jf. verdipapirforskriften § 12-5 (6) og forvaltningsloven § 33 fjerde ledd. Det ble ikke inngitt ytterligere merknader fra klager eller børsen etter oversendelsen.

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

2. Kort om selskapet

BW Energy Limited (ticker «BWE») er notert på Oslo Børs og har vært det siden februar 2020. BW Energys største eiere er BW Group og BW Offshore. BW Energy ble før børsnoteringen skilt ut fra BW Offshore. På Oslo Børs' nettsider fremgår følgende omtale av selskapet, publisert av BW Energy:

«BW Energy is a growth E&P company with a differentiated strategy targeting proven offshore oil and gas reservoirs through low risk phased developments. The Company has access to existing production facilities to reduce time to first oil and cashflow with lower investments than traditional offshore developments.»

3. Bakgrunn – faktiske forhold

I vedtaksbrevet og klagebehandlingen 14. juni og 26. juli 2023 har Oslo Børs redegjort for de faktiske forholdene som de har lagt til grunn for sin behandling av saken. I vedtaksbrevet 14. juni 2023 er bakgrunnen for saken og tilhørende faktiske forhold gjengitt i punktene 1 og 3. BW Group fremsatte, gjennom advokatfirmaet Thommessen, en søknad om dispensasjon fra tilbudsplikten i brev 21. mars 2023 og 31. mai 2023 samt e-post 14. juni 2023. Søknaden knyttet seg til BW Offshores utdeling av tingsutbytte i form av aksjer i BW Energy. BW Group er aksjonær i BW Offshore (i tillegg til BW Energy). I vedtaket 14. juni 2023 er det historiske eierskapet selskapene imellom beskrevet slik i punkt 3, på s. 3:

«BW Energy har vært notert på Oslo Børs siden februar 2020. Før børsnoteringen av selskapet var 68,6 % av aksjene eid av BW Offshore, og 30,5 % av aksjene var eid av BW Group. Både BW Offshore og BW Energy var tidligere en del av BW Groups virksomhet, men ble skilt ut som egne selskaper.

BW Group og BW Offshore har samlet gjennomgående eid mer enn 50 % av aksjene og stemmene i BW Energy.»

Det er også lagt til grunn i vedtaket, og synes ikke bestridt, at BW Group og BW Offshore alltid har stemt likt ved generalforsamlinger i BW Energy.

I vedtaket punkt 1, på s. 1, fremgår følgende:

«BW Group har sitt opphav fra to maritime konsern, henholdsvis World-Wide Steamship Company Limited og Bergesen d.y. ASA. I 2003 kjøpte World-Wide Shipping Steamship Company Limited alle aksjene i Bergesen d.y. ASA. Etter oppkjøpet ble selskapene omorganisert og konsernnavnet BW ble introdusert, hvoretter BW Group er morselskapet. BW Group er inkorporert i Bermuda, og Sohmen-familien står med betydelige eierinteresser i konsernet. BW Groups offshoreavdeling ble deretter utskilt og notert på Oslo Børs i mai 2006 som Bergesen Worldwide Offshore Limited, senere ble navnet endret til BW Offshore. BW Energy ble senere utskilt fra BW Offshore og notert på Oslo Børs i februar 2020.»

Før BW Offshores utdeling av utbytte er BW Group eier av 101.039.271 aksjer i BW Energy, noe som tilsvarer 39,16 % av utstedte aksjer i selskapet. I tillegg eier BW Group 90.245.285 aksjer i BW Offshore, som tilsvarer 49,91 % av utstedte aksjer i BW Offshore. Per dags dato eier BW Offshore 61.941.514 aksjer i BW Energy, tilsvarende 24,01 % av utstedte aksjer. Det er opplyst om at samtlige aksjer i selskapene har lik stemmerett.»

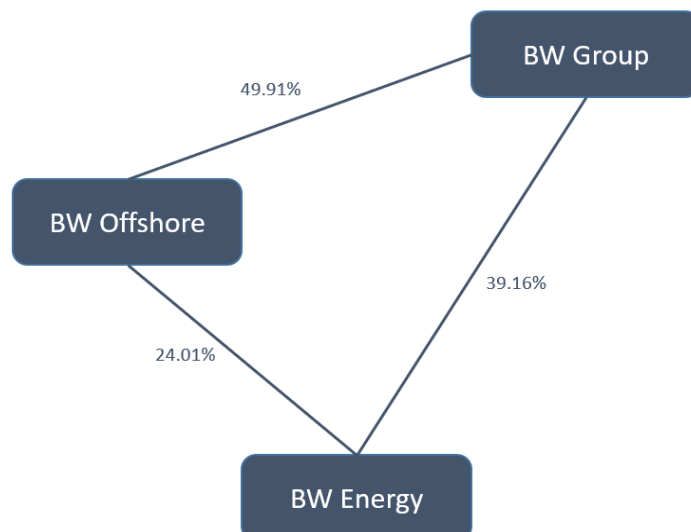
Og videre i punkt 3, på s. 4, fremgår følgende:

«BW Group er per dags dato den største aksjonæren i både BW Offshore og BW Energy. Andreas Sohmen-Pao, en del av Sohmen-familien med betydelige eierinteresser i BW Group, er styreleder i alle de tre selskapene.

I løpet av 2022 utdelte BW Offshore utbytte i form av aksjer i BW Energy til en samlet verdi på 13,6 millioner USD, tilsvarende 5.268.120 aksjer i BW Energy. Den 10. mars 2023 og 6. juni 2023 utdelte BW Offshore ytterligere aksjer i BW Energy til sine aksjonærer, tilsvarende 3.630.919 aksjer. Disse utdelingene reduserte BW Offshores eierandel fra 27,46 % (per 31. desember 2021) til 24,01 % per 6. juni 2023. Ettersom BW Group eier 49,91 % av aksjene i BW Offshore, resulterte utdelingene fra BW Offshore til at BW Groups eierskap i BW Energy økte fra 37,44 % (per desember 2021) til 39,16 % per 6. juni 2023.

Begrunnet i BW Offshores utbyttepolitikk vil fremtidige utdelinger av aksjer i BW Energy som utbytte fra BW Offshore kunne resultere i at BW Groups eierskap i BW Energy gjennom «erwerb» passerer grensen for gjentatt tilbudsplikt på 40 % etter vphl. § 6-6 (1).»

Aksjestrukturen i dag er dermed som følger:



Beskrivelsen av de faktiske forholdene synes ikke å være kommentert av klager. Kommentarer til den rettslige vurderingen av de faktiske forholdene, fremgår under.

4. Rettslig grunnlag

Verdipapirhandelloven § 6-1 (1) om tilbudsplikt ved erverv av aksjer lyder slik:

«Den som gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer mer enn 1/3 av stemmene i et norsk selskap hvis aksjer er notert på norsk regulert marked (notert selskap), plikter å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet. Tilbudsplikten bortfaller dersom det foretas salg i samsvar med § 6-8, jf. § 6-9.»

Regler om gjentatt tilbudsplikt følger av verdipapirhandelloven § 6-6 (1), som lyder slik:

«Aksjeeier som eier aksjer som representerer mer enn 1/3 av stemmene i et notert selskap, plikter å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet (gjentatt tilbudsplikt) dersom aksjeeieren gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer 40 prosent eller mer av stemmene i selskapet. Første punktum gjelder tilsvarende dersom aksjeeieren gjennom erverv blir eier av 50 prosent eller mer av stemmene i selskapet. Første og annet punktum gjelder ikke ved erverv som skjer i tilknytning til fremsettelse av tilbud som nevnt i § 6-1.»

Verdipapirhandelloven § 6-1 (6) om tilbudsplikt ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med, lyder slik:

«Første ledd gjelder tilsvarende ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med etter § 6-5, når erververen alene eller sammen med en eller flere av de nærstående passerer tilbudspliktgrensen som følge av ervervet.»

Hjemmelen for vedtak om dispensasjon fra tilbudsplikt følger av verdipapirhandelloven § 6-2 (3), som lyder slik:

«Tilbudsmyndigheten kan i særlige tilfeller gjøre unntak fra tilbudsplikten ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med etter § 6-5, jf. § 6-1 sjette ledd.»

Verdipapirhandelloven § 6-5 om konsolidering lyder slik:

«(1) I forhold til reglene om tilbudsplikt regnes like med en aksjeeiers egne aksjer, aksjer som eies eller erverves av nærstående som nevnt i § 2-5. Tilbudsplikt inntreer uavhengig av om ervervet foretas av aksjeeieren selv eller av aksjeeierens nærstående som nevnt i § 2-5. Ved vurderingen av om det inntreer gjentatt tilbudsplikt regnes tilbud som tidligere er fremsatt av nærstående som nevnt i § 2-5, like med en erververs tidligere fremsatte tilbud.

(2) Tilbudsmyndigheten avgjør om det skal foretas identifikasjon etter første ledd. Tilbudsmyndighetens vedtak skal meddeles deltakerne i den i gruppen som er gjenstand for identifikasjon»

Aktuelle deler av verdipapirhandelloven § 2-5 lyder slik:

«Som noens nærstående menes:

(...)

3. selskap innen samme konsern som vedkommende,

4. selskap hvor vedkommende selv eller noen som er nevnt i nr. 1, 2 eller 5, har slik innflytelse som nevnt i aksjeloven § 1-3 annet ledd, allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd eller selskapsloven § 1-2 annet ledd, (...)»

Lov 13. juni 1997 nr. 45 om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven) § 1-3 (2) lyder slik:

«Et allmennaksjeselskap er et morselskap hvis det på grunn av avtale eller som eier av aksjer eller selskapsandeler har bestemmende innflytelse over et annet selskap. Et allmennaksjeselskap skal alltid anses å ha bestemmende innflytelse hvis selskapet:

1. eier så mange aksjer eller andeler i et annet selskap at de representerer flertallet av stemmene i det andre selskapet, eller
2. har rett til å velge eller avsette et flertall av medlemmene i det andre selskapets styre.»

5. Børsens vedtak

Oslo Børs tar i vedtaket 14. juni 2023 utgangspunkt i at tilbudsplikten utløses når en aksjonær som eier mer enn 1/3 av stemmene i et selskap, gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer 40 % eller mer av stemmene i selskapet, jf. verdipapirhandelloven § 6-6 (1). Videre viser børsen til at unntak fra tilbudsplikt i særlige tilfeller etter verdipapirhandelloven § 6-2 (3) (i vedtaket ser det ved en inkurie ut til å være referert til § 6-2 (2)) omfatter erverv fra noen vedkommende er «identifisert med», og at det er Oslo Børs som tilbudsmyndighet som avgjør om identifikasjon skal gjøres, jf. verdipapirhandelloven § 6-5 (2). Børsen vurderer først om det er grunnlag for slik identifikasjon.

Børsen vurderer om BW Group og BW Offshore er innenfor samme konsern basert på om BW Group har «bestemmende innflytelse» over BW Offshore, jf. verdipapirhandelloven § 2-5 nr. 3 og nr. 4, jf. allmennaksjeloven § 1-3 (2). Under henvisning til at BW Group eier 49,91 % av aksjene i BW Offshore, mener børsen at BW Group ikke har «bestemmende innflytelse» over BW Offshore, jf. allmennaksjeloven § 1-3 (2) nr. 1 og nr. 2. Oslo Børs vurderer deretter om det kan foreligge «bestemmende innflytelse» på annen måte. Børsen mener det ordlyden i de aktuelle lovbestemmelsene tilsier at det avgjørende er om selskapet har en slik påvirkning at det kan avgjøre stemmegivningen i generalforsamlingen til det andre selskapet, og viser til at i BW Offshores tilfelle, vil BW Groups faktiske flertall være avhengig av at ikke samtlige aksjonærer stiller. Etter børsens oppfatning er ikke dette tilstrekkelig til å utgjøre «bestemmende innflytelse».

Børsen kan ikke se andre forhold av betydning for vurderingen, og mener derfor selskapene ikke skal anses å være innenfor samme konsern, jf. allmennaksjeloven § 1-3, og heller ikke konsolideres etter verdipapirhandelloven § 6-5 (1) jf. § 2-5 nr. 3 eller nr. 4.

Børsen vurderer deretter om det foreligger et «forpliktende samarbeid (...)» når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument» som gir status som «nærstående» etter verdipapirhandelloven § 2-5 nr. 5. Etter en gjennomgang av ulike rettskilder, viser børsen til at det ikke foreligger en formell avtale mellom BW Group og BW Offshore om deres bruk av rettigheter som eiere av aksjer i BW Energy. Børsen mener det derfor må sees hen til selskapenes handlemåte og omstendighetene for øvrig for å klargjøre om det foreligger et «forpliktende samarbeid».

Etter å ha gjennomgått betydningen av BW Groups eierandel i BW Offshore, den historiske tilknytningen mellom selskapene, den like stemmegivningen i BW Energy og tilknytningen til Sohmen-familien, konkluderer Oslo Børs under tvil med at det for øvrige

aksjonærer oppleves slik at det er etablert en «felles kontroll med selskapet[BW Energy]» mellom BW Group og BW Offshore, som igjen fører til en konklusjon om at det foreligger et «forpliktende samarbeid» som gir status som «nærstående» etter verdipapirhandelloven.

Børsen går deretter over til vurderingen av om det skal innvilges unntak fra tilbudsplikt etter verdipapirhandelloven § 6-2 (3). Som utgangspunkt for vurderingen viser børsen til uttalelser i forarbeidene (NOU 2005: 17 og Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) og børsens praksis. Børsen viser til at det har betydning for vurderingen at identifiseringen mellom BW Group og BW Offshore er basert på at det foreligger et «forpliktende samarbeid», fremfor at de anser å inngå i et «konsern». Børsen viser til at den som hovedregel er «svært forsiktig» med å gi en dispensasjon ved «slikt identifiseringsgrunnlag, begrunnet i at et forpliktende samarbeid senere kan opphøre med det resultat at det skjer et kontrollskifte». Begrunnelsen for å se hen til om det er skjedd eller foreligger risiko for at det vil skje et kontrollskifte, er de grunnleggende hensynene bak reglene om tilbudsplikt, som uttrykt i forarbeidene.

Børsen viser deretter til praksis fra Børsklagenemnden (sak 4/2006, «Wilson ASA»), som etter børsens oppfatning har klare likhetstrekk med den foreliggende saken. I saken ble det ikke innvilget dispensasjon fra tilbudsplikten. Sakene sammenlignes slik:

«Sammenliknet med Børsklagenemnden sak 4/2006 er det her tale om en betydelig større kontrolloverføring, ettersom BW Group ikke har et flertall av stemmene i BW Offshore, i motsetning til Caiano som hadde 100 % av stemmene i In Ship. En slik kontrolloverføring er innenfor kjernen av de tilfeller hvor reglene om tilbudsplikt er ment å komme til anvendelse.»

Børsen mener det ikke kan være av avgjørende betydning at den samlede eierandelen til BW Group og BW Offshore i BW Energy reduseres, såfremt det faktisk skjer en kontrolloverføring fra flere aksjonærer i fellesskap, til én enkelt aksjonær alene. Under henvisning til betydningen av om det betales en såkalt «kontrollpremie», mener børsen det avgjørende for vurderingen vil være om det skjer et kontrollskifte. Manglende kontrollpremie kan etter børsens mening ikke kunne tillegges avgjørende vekt i et tilfelle som i foreliggende sak, med kontrollskifte fra flere aksjonærer til én aksjonær, jf. foran. Børsen avslutter sine vurderinger i vedtaket slik, se s. 8:

«Utdeling av utbytte i form av aksjer i BW Energy til BW Group, vil i dette tilfellet kunne medføre at BW Energy-aksjene går fra et samlet eierskap med øvrige aksjonærer i BW Offshore til at BW Group overstiger terskelen for tilbudsplikt alene gjennom direkte eierskap. På denne bakgrunn vil kontrollen over stemmene i BW Energy samles hos en aksjonær, fremfor i en konsolidert gruppe hvor flere aksjonærer deler kontrollen over selskapet. En slik forskyvning av kontrollen i BW Energy vil ikke kunne anses som en omorganisering innenfor samme eierinteresse, slik unntakshjemmelen har til hensikt å omfatte. Et eventuelt unntak vil følgelig kunne utgjøre en slik uthuling av tilbudsplikten som omtalt i NOU 2005: 17 s. 27.»

Det ble derfor ikke ansett å foreligge «særlige grunner» som innebærer at det kan gis dispensasjon fra tilbudsplikt etter verdipapirhandelloven § 6-2 (3).

6. Klagers anførsler

Som bemerket under punkt 3, synes ikke klager å ha bemerkninger til fremstillingen av de faktiske forholdene i saken. Det er vurderingen av de faktiske forholdenes betydning for de rettslige vurderingene i saken, som har vært gjenstand for klagers anførsler.

Klagers anførsler i klagesaken er av Oslo Børs oppsummert slik i oversendelsen til Børsklagenemnden 26. juli 2023 punkt 3, på s. 3-4:

- «(i) Slik Oslo Børs korrekt påpeker i Vedtaksbrevet er de spesifiserte alternativene i selskapsloven § 1-3 nr. 1 og nr. 2 situasjoner hvor et selskap alltid vil anses for å ha «bestemmende innflytelse» over det andre selskapet. Dette utelukker likevel ikke muligheten for at det er andre situasjoner hvor slik «bestemmende innflytelse» eksisterer. Det vises til Lovavdelingens uttalelser av 14. mars 1977 nr. 406/77 E, inntatt i Matheson/Woxholt I s. 188, hvor det står: «Avgjørende for bedømmelsen blir om et av de aksjeeiene selskaper, eventuelt begge, kan sies å ha bestemmende innflytelse over det annet selskaps og en betydelig andel av dets driftsresultat. Ved anvendelse av bestemmelsen må legges avgjørende vekt på hvor sterkt de aksjeeiene selskaper hver for seg faktisk bestemmer virksomhetens art, omfang og/eller resultat». Selv om sitatet relaterer seg til loven fra 1976, er den siste delen av setningen fortsatt relevant for forståelsen av gjeldende bestemmelse i selskapsloven § 1-3 (2).
- (ii) I Vedtaksbrevet konkluderer Oslo Børs med at faktisk kontroll ikke utgjør bestemmende innflytelse, uten å ta den faktiske situasjonen til etterretning.
- (iii) BW Group anser Oslo Børs for ikke å ha tilstrekkelig forstått de spesielle omstendighetene knyttet til BW-selskapene for å avgjøre hvorvidt BW Group har bestemmende innflytelse over BW Offshore. Det fremstår overfladisk at vurderingen av om BW Group og BW Offshore skal anses som en del av samme konsern ville være vesentlig forskjellig dersom BW Group kjøpte 0,2 % av aksjene i BW Offshore.
- (iv) Den nære tilknytningen mellom BW Group og BW Offshore over nesten to tiår, den samlede historien til selskapene, og det faktum at argumentene om at BW Group ikke har «bestemmende innflytelse» er basert på en rent hypotetisk situasjon, innebærer at BW Group har bestemmende innflytelse over BW Offshore. BW Group og BW Offshore skal derfor anses som nærstående i samsvar med verdipapirhandelloven § 2-5 nr. 3 og nr. 4
- (v) Av søknaden fremgår det klart at BW Group ikke søker om unntak for passering av grensen på 50 %, bare grensen på 40 %. Utdelingen av BW Energy-aksjer vil redusere den konsoliderte gruppens eierskap og innflytelse over BW Energy og overfører ingen kontroll til én enkelt aksjonær.
- (vi) Forutsatt at alle BW Energy-aksjene utdeles vil det konsoliderte eierskapet av selskaper i BW-konsernet (dvs. BW Group og BW Offshore) i BW Energy bli redusert fra nåværende andel på 63,54 % til 51,15 %. Samtidig vil eierandelen for aksjonærer som ikke er tilknyttet BW Group øke til 48,85 %. Følgelig fører det ikke til at de øvrige aksjonærenes innflytelse i BW Energy reduseres, derimot vil BW Energy få en mer åpen aksjonærstruktur og det vil øke BW Energy-aksjens likviditet og øke handelen i aksjen. Dette er også begrunnelsen for utdelingen av aksjer i BW Energy som utbytte til aksjonærene i BW Offshore.
- (vii) Avgjørelsen om å dele ut utbytte er ikke en avgjørelse fattet av BW Group alene for å øke selskapets direkte kontroll i BW Energy. Et unntak for BW Offshores utdeling av aksjer til sine aksjonærer som faktisk reduserer den kontroll det konsoliderte BW-konsernet har over BW Energy vil ikke etablere en bred presedens.»

Som nevnt i punkt 1, er det ikke inngitt kommentarer etter børsens oversendelse av klagesaken til Børsklagenemnden.

7. Børsens vurderinger i klageomgangen

Børsen kommenterer klagers anførsler vedrørende om det foreligger «bestemmende innflytelse» slik, se oversendelsesbrevet punkt 5.2, på s. 7-9:

«Som påpekt i Vedtaksbrevets punkt 4.1, utelukker ikke ordlyden i asal § 1-3 (2) at det også kan tenkes tilfeller hvor et selskap har «bestemmende innflytelse» over et annet selskap utover tilfellene opplistet i § 1-3 (2) nr. 1 og nr. 2. I dette tilfellet er det tale om faktisk kontroll, ved at BW Group har en så stor andel av stemmene i BW Offshore at selskapet i realiteten har stemmeflertall i BW Offshore. Etter ordlyden oppstilles det et krav om at innflytelsen er «på grunn av avtale eller som eier av aksjer», følgelig er det ingen klare holdepunkter for at slik faktisk kontroll kan utgjøre «bestemmende innflytelse».

Hvorvidt faktisk kontroll over et annet selskap var tilstrekkelig for konserndannelse ble kommentert av Aksjelovutvalget flere steder i NOU 1996: 3. Under de generelle bemerkningene til konsernbegrepet i utredningens punkt 10.2 uttales følgende (egne understrekninger):

Kjernen i konsernbegrepet er at ett selskap har bestemmende innflytelse over et annet selskap. Dette er hovedregelen både i aksje- og regnskapslovgivningen. Utvalget har likevel funnet grunn til å gjøre det klart at den bestemmende innflytelse må ha rettslig grunnlag, enten som følge av eierandeler eller særlig avtale. De praktisk viktige tilfellene bør også fremgå av loven selv. I aksjelovutkastet § 1-13/allmennaksjelovutkastet § 1-12 stilles det derfor opp to kriterier for når det alltid skal regnes å foreligge bestemmende innflytelse.

Uttalelsen fra Aksjelovutvalget tilsier klart at det kreves et rettslig grunnlag for å ha «bestemmende innflytelse». På samme side uttales det imidlertid at:

Ved siden av de situasjonene som er nevnt over, kan et konsernforhold ha grunnlag i at et annet selskap i praksis har bestemmende innflytelse over et annet selv om det ikke innehar stemmeflertall eller rett til å utpeke flertallet av styremedlemmene. Hvorvidt det foreligger en slik praktisk bestemmende innflytelse vil avhenge av spredningen på selskapets aksjer, hvor mange stemmer det skal til for i praksis å dominere generalforsamlingen mv.

Spørsmålet om hva som er tilstrekkelig for å danne et konsern ble også behandlet i spesialmerknadene til bestemmelsen. I NOU 1996: 3 kapittel 13, spesialmotiver til § 1-13, ble følgende uttalt (egne understrekninger):

Skal et selskapet være et datterselskap må et annet selskap ha bestemmende innflytelse. I uttrykket «bestemmende» ligger at selskapet må ha en slik posisjon at det på generalforsamlingen normalt har bestemmende innflytelse over innholdet i de vedtak som treffes. Dette innebærer som regel et krav om alminnelig stemmeflertall på generalforsamlingen. Det er ikke i seg selv tilstrekkelig at selskap rent faktisk kan utøve bestemmende innflytelse. Det er en forutsetning at den bestemmende innflytelsen baserer seg på eierandeler eller avtale. Med eierandel menes eierskap av aksje eller selskapsandeler. Forslaget er på dette punkt en videreføring av gjeldende lov § 1-2 første ledd.

Sitatene fra aksjelovenes forarbeider gir etter Oslo Børs' syn holdepunkter for at det kreves eierandeler eller avtale for å danne et konsern, slik at faktisk kontroll

vil kunne utgjøre grunnlag for «bestemmende innflytelse» etter asal. § 1-3 (2), i tillegg fremheves det at rent faktisk kontroll ikke vil være tilstrekkelig. Problemstillingen er ikke nevnt i senere forarbeider. På bakgrunn av de ovennevnte sitater fra NOU 1996: 3 fremstår det dermed mest nærliggende at faktisk kontroll ikke kan utgjøre «bestemmende innflytelse».

Slik BW Group påpeker var det i juridisk teori tilknyttet aksjeloven av 1976 flere oppfatninger om at faktisk kontroll kunne danne grunnlag for konsern. Det var imidlertid delte oppfatninger rundt spørsmålet, hvor det bl.a. i Andenæs, *Aksjeselskapsrett*, 2. utgave (Oslo, 1992) s. 41 ble hevdet at faktisk kontroll ikke var tilstrekkelig, og i Skåre/Knudsen, *Lov om aksjeselskaper med kommentarer*, 3. utgave (TANO 1991) s. 37, hvor det ble åpnet for at faktisk kontroll var tilstrekkelig forutsatt en viss permanens. I nyere juridisk teori fremstår det derimot for å være enighet om at faktisk kontroll ikke kan utgjøre grunnlag for «bestemmende innflytelse» etter asal. § 1-3 (2). Det vises i denne forbindelse til Andenæs, *Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper*, 3. utgave (Oslo, 2016) s. 31, Aarbakke m.fl., *Aksjeloven og Allmennaksjeloven : Lovkommentar*, 4. utgave (2017) s. 95 og Bergo, *Børs- og Verdipapirrett*, 5. utgave (2021) s. 138.

Kildene ovenfor kan med dette samlet sett tolkes dithen at faktisk kontroll ikke kan utgjøre grunnlag for «bestemmende innflytelse» etter asal. § 1-3 (2). Det er ikke fremkommet nye anførsler eller ny dokumentasjon i Klagen som tilsier at BW Group har rettslig grunnlag for deres kontroll i BW Offshore.»

Til anførselene om det er grunnlag for å gjøre unntak fra tilbudsplikten, har Oslo Børs følgende merknader i oversendelsesbrevet punkt 5.3, på s. 9-12:

«I denne forbindelse vil Oslo Børs understreke at kjerneområdet for unntaksbestemmelsen er tilfeller av overføringer mellom morselskap og heleid datterselskap, jf. NOU 2005: 17 s. 26 (sitert nedenfor). For det tilfellet at BW Group og BW Offshore kunne konsolideres etter vphl. § 2-5 nr. 3 eller nr. 4, ville ikke et slikt konsolideringsgrunnlag automatisk medført unntak fra tilbudsplikten. Det faktiske grunnlaget i denne saken baserer seg på en sammensatt situasjon og et lavt eierskap, og på denne bakgrunn er Oslo Børs av den oppfatning at vurderingen av hvorvidt det skal gis unntak ikke nødvendigvis vil slå forskjellig ut basert på mulig konsolidering etter dette grunnlaget og etter «forpliktende samarbeid» etter vphl. § 2-5 nr. 5.

Videre vises det i Klagen til at utdelingen av utbytte ikke vil medføre et kontrollskifte i BW Energy. I hovedtrekk vises det til at den konsoliderte gruppens (BW Group og BW Offshore) totale eierandel vil reduseres fra 63,54 % til 51,15 %, samtidig som at de øvrige aksjonærenes eierandel vil øke til 48,85 %, forutsatt at samtlige BW Energy-aksjer som eies av BW Offshore utdeles som utbytte. På denne bakgrunn hevdes det i Klagen at utdelingen vil medføre en mer åpen aksjonærstruktur og øke likviditeten i BW Energy-aksjen.

Av vphl. § 6-2 (3) som gir Oslo Børs, i egenskap av tilbudsmyndighet, adgang til å gjøre unntak fra tilbudsplikten, fremgår det at dette kun kan gis i «særlige tilfeller». Ordlyden isolert sett gir dermed klart uttrykk for en høy terskel for unntak. Følgelig vil det kun være aktuelt å gi unntak fra tilbudsplikten i tilfeller hvor de legislative hensyn bak en slik plikt ikke gjør seg gjeldende, herunder «beskyttelse av minoritetsaksjeeierne i målselskapet, særlig ved at disse skal gis muligheten til å selge sine aksjer når kontrollen i selskapet endres, og til en pris som sikrer dem en del av den kontrollpremien tilbyder har», jf. Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s. 373.

Til tross for at adgangen for unntak er snever, legges det opp til en konkret vurdering av hvorvidt overdragelsen utgjør et kontrollskifte, eller kan utgjøre et ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte. Adgangen er svært snever i tilfeller hvor konsolideringsgrunnlaget er forpliktende samarbeid. I denne forbindelse vises det til uttalelser i NOU 2005: 17 s. 26-27 (egne understrekninger):

Når det gjelder overdragelser innenfor konsern, er utvalget av den oppfatning at tilbudsplikt normalt ikke bør inntre ved overføring av aksjer til et heleid datterselskap opprettet for dette formål. Det kan også tenkes tilfeller der det bør kunne gjøres unntak fra tilbudsplikt også ved andre overdragelser innen konsolidert gruppe etter verdipapirhandelloven § 1-4 nr. 3 og § 1-4 nr. 4. Det er for det første et spørsmål om man i tråd med børsens uttalelse referert ovenfor bør kunne unnta overdragelser til heleid datterselskap hvis vesentlige virksomhet er en annen enn å eie de noterte aksjene, samt overføringer til datterselskaper kontrollert gjennom lavere eierandeler enn 100 prosent og mellom konsernselskap med slik tilknytning.

De hensyn som kan begrunne unntak fra tilbudsplikten ved overdragelser innen konsern, vil sjelden være like sterke ved overdragelser innen grupper som er konsolidert på grunnlag av forpliktende samarbeid. Mulighetene for at slike overdragelser utgjør omgåelser av tilbudsplikten er også sterkere. Utvalget antar derfor at unntak fra tilbudsplikten i slike tilfeller sjelden vil være aktuelt. Ovennevnte vedtak av børsstyret viser imidlertid at også interne overdragelser innen gruppe som er konsolidert på annet grunnlag enn etter verdipapirhandelloven § 1-4 nr. 3 og § 1-4 nr. 4, i enkelte tilfeller bør kunne unntas fra tilbudsplikt.

Utvalget finner det hensiktsmessig at loven gir tilbudsmyndigheten en adgang til å gjøre unntak. På denne bakgrunn foreslås at tilbudsmyndigheten gis myndighet til å gjøre unntak fra tilbudsplikten ved overdragelser innen konsoliderte grupper. Det vises til forslag til verdipapirhandelloven § 4-2 nytt tredje ledd. Skjønnsstemaet vil være om overdragelsen utgjør et kontrollskifte, eller kan utgjøre et ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte. Tilbudsmyndigheten kan i tråd med alminnelige forvaltningsrettslige regler sette vilkår for slikt unntak, for eksempel om at tilbudsplikten utløses av en senere overdragelse av aksjene i det mellomliggende selskap eller annen senere transaksjon som gir dette karakter av kontrollskifte. Utvalget vil presisere at unntaksadgangen vil være snevrere ved konsolidering på bakgrunn av personlig nærstående eller forpliktende samarbeid enn ved overdragelser innen konsoliderte grupper etter verdipapirhandelloven § 1-4 nr. 3 og § 1-4 nr. 4, fordi de hensyn som tilsier at det gjøres unntak i mindre grad vil være til stede når konsolidering skjer på bakgrunn av personlig nærstående eller forpliktende samarbeid.

Det er i Klagen vist til at BW Groups konsoliderte innflytelse over BW Energy vil reduseres som følge av utdelingen av utbytte, og at det dermed ikke kan regnes for å være et kontrollskifte. Oslo Børs er klar over at den konsoliderte eierandelen reduseres, men påpeker at kontrollen overføres fra den konsoliderte gruppen samlet til BW Group alene. De aksjonærer som eier 50,09 % av aksjene i BW Offshore vil dermed overføre deler av deres kontroll på konsolidert basis til BW Group alene. I denne forbindelse vises det til Børsklagenemnden sak 4/2006 (Wilson ASA), som er nærmere beskrevet i Vedtaksbrevets punkt 4.2. I denne

saken ble det lagt særlig vekt på at utdelingen førte til en endring av innflytelsen over selskapet (egne understrekninger):

Børsen har i tidligere saker tolket bestemmelsen i vphl. § 4-1 innskrenkende der det har foregått transaksjoner mellom 100 % eide datter- eller morselskaper, ut fra det syn at det har dreid seg om omorganiseringer innenfor samme eierinteresse. Selv om Caiano og In Ship må anses som nærstående og dermed er konsolidert etter vphl. § 4-5 jf. § 1-4 nr. 4, er ikke det ensbetydende med at det skal foretas identifikasjon i relasjon til § 4-1. Her har Wilsonaksjene vært eiet av et selskap med flere aksjonærer med forskjellige interesser, og hvor minoritetsaksjonærene D11 og D12 har beskyttelse gjennom loven og er gitt visse rettigheter gjennom en aksjonæravtale. Minoritetsaksjonærene i In Ship motsatte seg også utdelingen av Wilsonaksjene som utbytte. Dette er illustrerende for følgene av utdelingen. Fra å være en identifisert gruppe bestående av flere selskaper – In Ship, Caiano, D11 og D12 – medfører utdelingen en oppsplitting av gruppen. Fra å være en aksjepost som flere eiere har innflytelse over, vil utdeling medføre en endring av denne innflytelsen. Dette til tross for at Caiano gjennom sin innflytelse i In Ship i praksis har hatt kontroll med In Ships Wilson aksjer.

Børsklagenemnden er enig med børsen i at det i dette tilfelle ikke foreligger grunnlag for identifikasjon på samme måte som i de tidligere saker, og viser til børsens argumentasjon.

Det har ved utdelingen skjedd en endring i eierskapet til Wilsonaksjene, ved at Caiano har økt sitt direkte eierskap, og de reelle hensyn som påberopes av Caiano kan ikke være avgjørende. Ordlyden i § 4-1 er klar, og det foreligger ikke praksis for at bestemmelsen skal settes til side i et tilfelle som dette.

På nåværende tidspunkt er kontrollen over BW Energy fordelt på den konsoliderte gruppen med BW Group og BW Offshore. Ettersom aksjonærer utover BW Group har en eierandel på over 50 % i BW Offshore, har flere aksjonærer innflytelse gjennom den konsoliderte kontrollen. Denne innflytelsen fra de øvrige aksjonærene vil reduseres som følge av utdelingen av utbytte, og tilsvarende økes for BW Group alene. Oslo Børs vurderer situasjonen slik at ved en slik overføring av kontroll fra en enkeltaksjonær burde aksjonærene i BW Energy gis mulighet til å selge sine aksjer. En slik overføring innenfor en konsolidert gruppe vil, til tross for at det i Klagen beskrives som spekulativt, også kunne lede til et fremtidig kontrollskifte. Oslo Børs ser dermed ikke grunnlag for å gi unntak fra reglene om tilbudsplikt. Det må vektlegges betydelig at terskelen for slike unntak er høy, særlig i tilfeller hvor det er tale om en overføring mellom to selskap som er konsolidert med grunnlag i «forpliktende samarbeid» etter vphl. § 2-5 nr. 5.

For ordens skyld påpeker Oslo Børs at BW Group vil ha mulighet til å selge sine aksjer i samsvar med vphl. § 6-9, for å unngå å fremme et tilbud.

Basert på det ovennevnte kan ikke Oslo Børs se at BW Groups anførsler i Klagen endrer den juridiske vurderingen Oslo Børs har lagt til grunn i Vedtaket.»

8. Børsklagenemndens bemerkninger

8.1 Innledning

De faktiske forhold i saken er ikke omstridt. BW Group eier 39,16 prosent av aksjene i BW Energy og 49,9 prosent av aksjene i BW Offshore. Ved fremtidige utdelinger av aksjer i BW Energy fra BW Offshore, vil BW Group raskt få en eierandel i BW Energy over 40 prosent. Dette vil etter verdipapirhandelloven § 6-6 første ledd første setning utløse gjentatt tilbudsplikt.

Sakens spørsmål er om det er grunnlag for å gjøre unntak fra tilbudsplikten etter verdipapirhandelloven § 6-2 tredje ledd. En slik dispensasjon krever *for det første* at ervervet skjer fra en nærstående etter verdipapirhandelloven § 2-5, jf. verdipapirhandelloven § 6-5 første ledd første setning. De relevante alternativene i § 2-5 er nr. 4 og nr. 5. Bestemmelsen i § 2-4 nr. 4 viser til konsernbestemmelsen i aksjeloven § 1-3. I denne saken blir spørsmålet om BW Group har «bestemmende innflytelse» over BW Offshore. Dette behandles i punkt 8.2 nedenfor. Etter § 2-5 nr. 5 er spørsmålet om BW Group og BW Offshore har et forpliktende samarbeid om utøvelse av eierrettighetene i BW Energy. Dette behandles i punkt 8.3 nedenfor.

En dispensasjon fra gjentatt tilbudsplikt etter verdipapirhandelloven § 6-2 tredje ledd krever – *for det andre* – at det foreligger et særlig tilfelle. Dette behandles i punkt 8.4 nedenfor.

8.2 Har BW Group «bestemmende innflytelse» over BW Offshore?

Aksjeloven § 1-3 andre ledd lyder slik:

Et aksjeselskap er et morselskap hvis det på grunn av avtale eller som eier av aksjer eller selskapsandeler har bestemmende innflytelse over et annet selskap. Et aksjeselskap skal alltid anses å ha bestemmende innflytelse hvis selskapet:

1. eier så mange aksjer eller andeler i et annet selskap at de representerer flertallet av stemmene i det andre selskapet, eller
2. har rett til å velge eller avsette et flertall av medlemmene i det andre selskapets styre.

Det følger av bestemmelsen at bestemmende innflytelse alltid skal anses for å foreligge hvis morselskapet eier aksjer som representerer et flertall av stemmene i datterselskapet. Dette er ikke tilfellet i vår sak, da BW Group eier 49,9 prosent av aksjene og stemmene i BW Offshore.

Det følger implisitt av bestemmelsen i aksjeloven § 1-3 andre ledd at et selskap kan ha bestemmende innflytelse over et annet selskap selv om det ikke eier aksjer som representerer et flertall av stemmene i selskapet. BW Group har vist til at BW Group har hatt mer enn 50 prosent av stemmene på alle generalforsamlingene i BW Offshore siden selskapet ble børsnotert, og at det er helt hypotetisk at en avgjørelse på en generalforsamling i selskapet vil skje mot BW Groups stemmer. De tre selskapene opererer som en gruppe og har gjort det i nesten 20 år. Det er samme styreleder i alle selskapene. Den faktiske realitet er derfor at BW Group kontrollerer BW Offshore, og dermed har «bestemmende innflytelse» over selskapet.

Børsklagenemnden tar utgangspunkt i at det etter bestemmelsen kreves at den bestemmende innflytelsen må ha et rettslig grunnlag, ved at den må tilkomme morselskapet «på grunn av avtale eller som eier». Ordlyden trekker dermed i retning av

at det er et krav at den bestemmende innflytelsen direkte følger av eierposisjon, ved at man har et flertall av stemmene på generalforsamlingen.

I NOU 1996:3 Ny Aksjelovgivning, står det på side 87 at de praktisk viktige tilfellene burde fremgå av loven selv, og disse er inntatt som nr. 1 og 2 i bestemmelsen i § 1-3 andre ledd. På side 87 i utvalgets utredning står det også:

Ved siden av de situasjonene som er nevnt over, kan et konsernforhold ha grunnlag i at et annet selskap i praksis har bestemmende innflytelse over et annet selv om det ikke innehar stemmeflertall eller rett til å utpeke flertallet av styremedlemmene. Hvorvidt det foreligger en slik praktisk bestemmende innflytelse vil avhenge av spredningen på selskapets aksjer, hvor mange stemmer det skal til for i praksis å dominere generalforsamlingen mv.

Denne uttalelsen kan isolert sett indikere at også faktisk innflytelse kan være tilstrekkelig til at man anses å ha bestemmende innflytelse over et annet selskap. Børsklagenemnden mener imidlertid at uttalelsen – sett i lys av det øvrige rettskildebildet – ikke kan være avgjørende. I spesialmotivene til bestemmelsen står det således (på side 103 i utredningen):

I uttrykket «bestemmende» ligger at selskapet må ha en slik posisjon at det på generalforsamlingen normalt har bestemmende innflytelse over innholdet i de vedtak som treffes. Dette innebærer som regel et krav om alminnelig stemmeflertall på generalforsamlingen. Det er ikke i seg selv tilstrekkelig at selskap rent faktisk kan utøve bestemmende innflytelse. Det er en forutsetning at den bestemmende innflytelsen baserer seg på eierandeler eller avtale. Med eierandel menes eierskap av aksje eller selskapsandeler. Forslaget er på dette punkt en videreføring av gjeldende lov § 1-2 første ledd.

I nyere juridisk teori er det også lagt til grunn at ren faktisk kontroll ikke er tilstrekkelig, jf. Andenæs, Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper, 3. utgave (Oslo, 2016) s. 31, Aarbakke m.fl., Aksjeloven og allmennaksjeloven : Lovkommentar, 4. utgave (2017) s. 95 og Bergo, Børs- og Verdipapirrett, 5. utgave (2021) s. 138.

Børsklagenemnden vil også vise til at reelle hensyn taler for elementene i nærstående definisjonen i aksjeloven § 1-3 knyttes til klare og lett anvendelige kriterier. Et kriterium knyttet til «faktisk kontroll» vil kunne gjøre bestemmelsen uklar og vanskelig å anvende i praksis.

Børsklagenemnden er etter dette enig med Oslo Børs i at BW Group ikke har bestemmende innflytelse over BW Offshore, jf. aksjeloven § 1-3 andre ledd. De er dermed ikke nærstående etter dette alternativet, jf. verdipapirhandeloven § 6-5 første ledd.

8.3 Har BW Group og BW Offshore et forpliktende samarbeid?

Det andre alternative inngangsvilkåret i denne saken for å kunne få dispensasjon etter verdipapirhandeloven § 6-2 tredje ledd, er at BW Group og BW Offshore har et «forpliktende samarbeid» om utøvelse av eierrettighetene i BW Energy, jf. verdipapirhandeloven § 2-5 nr. 5.

Oslo Børs fant – under tvil – at BW Offshore og BW Group har et «forpliktende samarbeid» om utøvelse av eierrettighetene i BW Energy, slik at de er nærstående etter verdipapirhandeloven § 2-5 nr. 5. Børsen begrunner konklusjonen slik:

I tillegg til selskap innenfor samme konsern, kan også selskapene anses som nærstående dersom disse må antas å ha et «forpliktende samarbeid [...] når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument», jf. vphl. § 2-5 nr. 5. Det følger av NOU 1996: 2 s. 115 at bestemmelsen tar sikte på å omfatte de mer langvarige formene for samarbeid, slik at samordnet opptreden i en generalforsamling ikke vil være tilstrekkelig. Hvorvidt det foreligger et «forpliktende samarbeid» mellom to selskap må etter forarbeidene avgjøres konkret. Vurderingstemaet må være i hvilken grad det konkrete samarbeidet for de øvrige aksjeeierne vil kunne oppleves som at det er etablert en felles kontroll med selskapet, jf. bl.a. Vedtak og Uttalelser pkt. 5.2.7 (Bewi ASA).

I Børsklagenemnden sak nr. 1/2003 (Nordstjernen Holding AS) uttalte Børsklagenemnden at i betegnelsen «forpliktende samarbeid» ligger det krav om faktisk samarbeid, hvoretter selskapene overfor hverandre opplever å være gjensidig forpliktet ved utøvelse av aksjonærrettigheter. I fraværet av en eksplisitt avtale, må det vurderes hvorvidt de aktuelle aksjonærenes handlemåte og omstendighetene for øvrig sannsynliggjør at de handler på grunnlag av en forpliktelse eller forståelse seg imellom. Det vil være tilstrekkelig at selskapene har en langsiktig forståelse av at de vil opptre samordnet i situasjoner der det kan oppstå motsetninger. I vurderingen av om det foreligger et slikt samarbeid kan det blant annet legges vekt på kryssende eierskap og organisasjon mellom de ulike aktuelle aksjonærene.

Det foreligger ingen formell avtale mellom BW Group og BW Offshore som omhandler deres bruk av rettigheter som eiere av aksjer i BW Energy. På denne bakgrunn må det ses til selskapenes handlemåte og omstendighetene for øvrig for å klargjøre hvorvidt det foreligger et «forpliktende samarbeid» etter vphl. § 2-5 nr. 5.

BW Group har en betydelig eierandel i BW Offshore, tilsvarende 49,91 %, som tilsier at BW Group har betydelig innflytelse på BW Offshores bruk av aksjonærrettigheter i BW Energy. Basert på tidligere praksis fra Børsklagenemnden vil en så stor eierandel måtte tillegges betydelig vekt, til tross for at det alene ikke vil være tilstrekkelig for å konsolidere selskapene, jf. Børsklagenemnden sak 1/2003.

BW Offshore har vært nært tilknyttet BW Group fra da selskapet ble etablert, ettersom selskapet ble utskilt fra BW Group. Fra tidspunktet for opptak til handel av BW Offshore har BW Group hatt en eierandel på i underkant av 50 % av utstedte aksjer. I dispensasjonssøknaden er det også opplyst om at BW Group og BW Offshore gjennomgående har stemt likt på generalforsamlinger i BW Energy, og det opplyses om at dette også vil være tilfellet fremover. Opplysningene om selskapenes stemmegivning gir følgende uttrykk for at BW Group har en betydelig innflytelse over BW Offshores bruk av aksjonærrettigheter i BW Energy. Dette er et ytterligere moment som taler for at BW Group og BW Offshore må anses for å ha etablert en felles kontroll.

Det må også vektlegges at begge selskap har en klar tilknytning til Sohmen-familien, ved at Andreas Sohmen-Pao er styreleder i selskapene. Gjennom Sohmen-Paos styreverv har Sohmen og BW Group innflytelse på den daglige forvaltningen av BW Offshore. Dermed er det også nærliggende å anta at BW Group har mulighet for innflytelse på BW Offshores bruk av stemmerett i saker på BW Energys generalforsamlinger.

Børsklagenemnden er enig i Oslo Børs' vurderinger og konklusjon. Det er dermed grunnlag for å konsolidere BW Group og BW Offshore, jf. verdipapirhandelloven § 6-5 første ledd.

8.4 Unntak av tilbudsplikt

Ettersom direktiv 2004/25/EF (overtakelsesdirektivet) artikkel 5.1 ikke krever at det gis nasjonale regler om gjentatt tilbudsplikt eller etterfølgende erverv, gir artikkel 4.5 ingen føringer på børsens dispensasjonspraksis.

Dette er et minimumsdirektiv, jfr. artikkel 3.5, slik at Norge kan ha strengere regler som verdipapirhandelloven § 6-5. Tilbudspliktregler har imidlertid en generelt grenseoverskridende karakter, slik at EØS-avtalens artikkel 31 og 40 om etableringsrett og kapitalbevegelser og grunnrettigheten om rett til eiendom med mer, stiller krav om forholdsmessighet og likebehandling for nasjonale restriksjoner.

Etter Børsklagenemndens oppfatning er regelen i verdipapirhandelloven § 6-5 et saklig begrunnet og forholdsmessige inngrep som fremmer direktivets formål om å beskytte minoritetsaksjonærenes rettigheter.

Etter verdipapirhandelloven § 6-2 tredje ledd kan tilbudsmyndigheten – der det har skjedd erverv fra noen som kjøper er konsolidert med etter § 6-5 – «i særlige tilfelle gjøre unntak fra tilbudsplikten».

At børsen gis skjønnsmessig adgang til å fravike regelen om tilbudsplikt, har som konsekvens at EØS-rettens krav til «legal certainty» ved inngrep i grunnrettighetene som nevnt, legger føringer på børsens dispensasjonspraksis, med krav til saklighet og forholdsmessighet for avslag, samt til likebehandling av erververe i samme situasjon.

Ved forholdsmessighetsbedømmelsen må det både ses hen til direktivets formål, og til de formål og skjønnsstemaer som fremgår av forarbeidene til den norske bestemmelsen, samt børsens praksis under bestemmelsen.

Unntaksbestemmelsen i § 6-2 tredje ledd viderefører i det vesentlige tidligere lov § 4-2 andre ledd, med en viss omredigering. Bestemmelsen i gjeldende lov ble foreslått i NOU 2005: 17 Om overtakelsestilbud (tilbudsplikt og frivillige tilbud ved oppkjøp av selskaper). I punkt 5.4 i utredningen uttaler utvalget følgende om bakgrunnen for og anvendelsen av unntaksregelen:

Utvalget viser til at tilbudspliktreglene ikke bør forhindre hensiktsmessig restrukturering av selskaper. På den annen side er utvalget bekymret for å lage unntaksregler som innebærer en uthuling av tilbudsplikten gjennom unntak som reelt åpner for kontrollskifte uten tilbudsplikt ved enkeltstående overdragelser eller overdragelser som ledd i en kjede av transaksjoner.

Når det gjelder overdragelser innenfor konsern, er utvalget av den oppfatning at tilbudsplikt normalt ikke bør inntre ved overføring av aksjer til et heleid datterselskap opprettet for dette formål. Det kan også tenkes tilfeller der det bør kunne gjøres unntak fra tilbudsplikt også ved andre overdragelser innen konsolidert gruppe etter verdipapirhandelloven § 1-4 nr. 3 og § 1-4 nr. 4. Det er for det første et spørsmål om man i tråd med børsens uttalelse referert ovenfor bør kunne unnta overdragelser til heleid datterselskap hvis vesentlige virksomhet er en annen enn å eie de noterte aksjene, samt overføringer til datterselskaper kontrollert gjennom lavere eierandeler enn 100 prosent og mellom konsernselskap med slik tilknytning.

De hensyn som kan begrunne unntak fra tilbudsplikten ved overdragelser innen konsern, vil sjelden være like sterke ved overdragelser innen grupper som er konsolidert på grunnlag av forpliktende samarbeid. Mulighetene for at slike overdragelser utgjør omgåelser av tilbudsplikten er også sterkere. Utvalget antar

derfor at unntak fra tilbudsplikten i slike tilfeller sjelden vil være aktuelt. Ovennevnte vedtak av børsstyret viser imidlertid at også interne overdragelser innen gruppe som er konsolidert på annet grunnlag enn etter verdipapirhandelloven § 1-4 nr. 3 og § 1-4 nr. 4, i enkelte tilfeller bør kunne unntas fra tilbudsplikt.

Utvalget finner det hensiktsmessig at loven gir tilbudsmyndigheten en adgang til å gjøre unntak. På denne bakgrunn foreslås at tilbudsmyndigheten gis myndighet til å gjøre unntak fra tilbudsplikten ved overdragelser innen konsoliderte grupper. Det vises til forslag til verdipapirhandelloven § 4-2 nytt tredje ledd. Skjønnsstemaet vil være om overdragelsen utgjør et kontrollskifte, eller kan utgjøre et ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte. Tilbudsmyndigheten kan i tråd med alminnelige forvaltningsrettslige regler sette vilkår for slikt unntak, for eksempel om at tilbudsplikten utløses av en senere overdragelse av aksjene i det mellomliggende selskap eller annen senere transaksjon som gir dette karakter av kontrollskifte. Utvalget vil presisere at unntaksadgangen vil være snevrere ved konsolidering på bakgrunn av personlig nærstående eller forpliktende samarbeid enn ved overdragelser innen konsoliderte grupper etter verdipapirhandelloven § 1-4 nr. 3 og § 1-4 nr. 4, fordi de hensyn som tilsier at det gjøres unntak i mindre grad vil være til stede når konsolidering skjer på bakgrunn av personlig nærstående eller forpliktende samarbeid.

Som man ser av siste avsnitt i det siterte, vil skjønnsstemaet være om «overdragelsen utgjør et kontrollskifte, eller kan utgjøre et ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte». Dette er en naturlig konsekvens av at hensynene bak tilbudspliktreglene er å beskytte minoritetsaksjonærene, ved å gi disse mulighet til å selge sine aksjer når kontrollen i selskapet endres, og da til en pris som sikrer dem den kontrollpremien tilbyder har betalt, jf. for eksempel Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) side 373. Børsen skriver om dette i sine merknader til klagen:

På nåværende tidspunkt er kontrollen over BW Energy fordelt på den konsoliderte gruppen med BW Group og BW Offshore. Ettersom aksjonærer utover BW Group har en eierandel på over 50 % i BW Offshore, har flere aksjonærer innflytelse gjennom den konsoliderte kontrollen. Denne innflytelsen fra de øvrige aksjonærene vil reduseres som følge av utdelingen av utbytte, og tilsvarende økes for BW Group alene. Oslo Børs vurderer situasjonen slik at ved en slik overføring av kontroll fra en enkeltaksjonær burde aksjonærene i BW Energy gis mulighet til å selge sine aksjer. En slik overføring innenfor en konsolidert gruppe vil, til tross for at det i Klagen beskrives som spekulativt, også kunne lede til et fremtidig kontrollskifte. Oslo Børs ser dermed ikke grunnlag for å gi unntak fra reglene om tilbudsplikt.

Etter Børsklagenemdens mening må det derfor konkluderes med at børsen har gjennomført en vurdering i tråd med forarbeidenes skjønnsstema, og at det bl.a. er denne vurderingen som begrunner avslaget (ved siden av ønsket om å begrense unntak til omorganiseringer mellom heleide konsernselskaper, jf. nedenfor).

I lys av at BW Group her vil kunne selge seg ned og unngå tilbudsplikt, mener Børsklagenemnden at avslaget heller ikke er et uforholdsmessig tiltak.

Det fremkommer også av sitatet fra forarbeidene inntatt ovenfor at tilbudspliktreglene ikke bør forhindre fornuftige restruktureringer av selskaper. Unntaksregelen vil særlig være relevant der aksjene overføres til et heleid datterselskap, eller for øvrig blant selskaper som har samme morselskap som eier alle aksjene i datterselskapene.

BW Group har gjort gjeldende at den konsoliderte kontrollen de har over BW Energy vil reduseres som følge av utdelingen av utbytte fra BW Offshore. Forutsatt at alle aksjene BW Offshore eier i BW Energy deles ut som utbytte, vil den konsoliderte eierandelen reduseres fra 63,54 prosent til 51,15 prosent. Det er ingen grunn til å tro at de øvrige aksjonærene vil få redusert innflytelse, tvert imot vil BW Energy få en mer spredt aksjonærstruktur.

Børsklagenemnden vil til dette påpeke at selv om den konsoliderte eierandelen reduseres etter hvert som det deles ut aksjer i utbytte, vil eierandelen i stadig større grad samles på en hånd, slik også børsen viser til i sitatet inntatt ovenfor. Børsklagenemnden vil også bemerke at med dagens aksjestruktur vil det – dersom BW Group skulle selge sine aksjer i BW Offshore – være to store, uavhengige, aksjonærer i BW Energy. Dersom et slikt salg av aksjer i BW Offshore skjer etter at aksjene i BW Energy er delt ut som utbytte, vil det ha skjedd et kontrollskifte uten at de øvrige aksjonærene i BW Energy har fått muligheten til å selge sine aksjer med en kontrollpremie. Børsklagenemnden har ingen indikasjoner på at et nedsalg i BW Offshore planlegges eller vil skje. Nemnden mener uansett at bare det at et unntak fra tilbudsplikt i denne saken kan legge til rette for en senere transaksjon – som vil innebære at de øvrige aksjonærer ikke sikres sine rettigheter etter tilbudspliktreglene ved et kontrollskifte – taler mot å gi et unntak fra tilbudspliktreglene i denne saken. Dette gjelder selv om klager kun ber om dispensasjon for transaksjoner som bringer BW Group over grensen på 40 prosent, og ikke grensen på 50 prosent, jf. verdipapirhandelloven § 6-6 første ledd.

Børsklagenemnden vil bemerke at i denne saken har det ikke spesiell betydning for vurderingene at Børsklagenemnden – og Oslo Børs – fant at BW Group ikke har bestemmende innflytelse over BW Offshore, men la til grunn at konsolideringen skjer fordi de har et forpliktende samarbeid. De grunner som taler mot å gi unntak fra tilbudsplikt – og som det er redegjort for ovenfor – påvirkes ikke i nevneverdig grad av om BW Group eier 49,9 prosent eller 50,1 prosent av BW Offshore.

Avslutningsvis vil Børsklagenemnden bemerke at slik børsens praksis med hensyn til å gi unntak fra tilbudsplikten har vært, er nemnden av den oppfatning at relevante krav til likebehandling er oppfylt.

Børsklagenemnden fatter etter dette slikt enstemmig

Vedtak

Oslo Børs' vedtak 26. juli 2023 – som opprettholder vedtaket av 14. juni 2023 – stadfestes.

5.3.3 Okeanis Eco Tankers Corp. – Exemption from Norwegian rules on take-over bids, 20.09.2023

We refer to letter dated 20 September 2023 regarding application for exemption from Norwegian take-over rules in respect of Okeanis Eco Tankers Corp. ("Okeanis")

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

Section 6-23 of the STA states:

"Section 6-23 Take-over bids with links to more than one state

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

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

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

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

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

Okeanis is a Marshall Islands corporation (limited liability company). Hence, it is a company with registered office outside the EEA.

The shares of Okeanis are primarily listed on Oslo Børs. Okeanis intends to apply for listing of its shares on the New York Stock Exchange ("NYSE") in the United States and is currently in the process of doing so. It is expected that the shares of Okeanis will be primary listed on the NYSE and secondary listed on Oslo Børs, pursuant to Oslo Børs Rule Book II section 4.8. Okeanis has initiated an application process towards Oslo Børs to apply for transfer of the listing from primary listing to secondary listing on Oslo Børs.

Okeanis is not listed on a regulated market in the state in which the company has its registered office (Marshall Islands).

Okeanis is not listed and has not applied for listing of its shares, on any other regulated markets than Oslo Børs and NYSE.

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

Okeanis has applied for an exemption from all provisions regulating voluntary and mandatory take-over bids in chapter 6 of the STA.

Due to its contemplated listing on NYSE, Okeanis will upon listing be subject to tender offer rules set out in U.S. securities laws which include certain obligations towards the U.S. Securities and Exchange Commission. In connection with this application Oslo Børs has received information from Okeanis regarding applicable U.S tender offer laws.

Oslo Børs has been informed that the main reasons and basis for the application for exemption from the Norwegian take-over rules, as a summary, mainly are based on the following:

- The need for the Norwegian take-over rules is more limited as the U.S. take-over rules apply.
- The U.S. take-over rules address many important aspects of the Norwegian take-over rules, such as including information requirements to the shareholders, a set offer period, requirements on the offer price, prompt settlement of the offer and statements from the Board of Directors – although the U.S. take-over rules do not include a mandatory offer obligation as such.
- A dual listing will imply dual set of rules governing take-over of the Company. The U.S. and Norwegian take-over rules are not synchronized, implying possibly significant risk for conflict of rules that may be very challenging, result in uncertainties, less predictability and involve material costs and negative effects.
- The Company has according to its VPS shareholder list currently approx. 11.5% shareholder base with address located in the U.S. As a primary listed company on the NYSE, it is expected that the Company will develop an increasingly larger U.S. shareholder base that are more commonly used to U.S. take-over rules.

In the view of Oslo Børs, imposing the U.S. tender offer rules in addition to Norwegian take-over rules results in duplication regulation. A take-over process may be less predictable and more complex for all involved parties. There is also a risk that the rules of the two regimes may be contradictory. In the view of Oslo Børs, it would not be an alternative to exempt the shares issued by Okeanis partially from the Norwegian take-over rules.

On this basis, Oslo Børs, in capacity as take-over supervisory authority, has resolved to exempt the shares issued by Okeanis Eco Tankers Corp. from all provisions regulating voluntary and mandatory take-over bids in Chapter 6 of the STA, cf. Section 6-23, third paragraph. Oslo Børs has particularly emphasized that Okeanis is subject to U.S. tender offer rules, that Okeanis establish listing on the New York Stock Exchange and that the listing on Oslo Børs will become a secondary listing. Should the applicability of the U.S. tender offer laws in relation to Okeanis materially change, Okeanis must notify Oslo Børs. Such notification shall be made prior to the event becoming effective and as early as possible. If so, an assessment will be made by Oslo Børs, which may result in a different decision.

The exemption from Norwegian take-over rules in respect of Okeanis enters into force, from and including the first day of listing of its shares on NYSE.

Okeanis shall make this decision and the implications of the decision public. This shall take place, at the latest, at the same time or immediately after Okeanis announce to the market that it is considering to apply for listing on NYSE.

