

Vedtak og begrunnelse fra styrebehandling i Oslo Børs ASA 16. november 2016

Rem Offshore ASA – overtredelse av løpende forpliktelser pkt. 2.1 om likebehandling

1. Innledning

Saken gjelder spørsmålet om Rem Offshore ASA («Selskapet» eller «REM») har overtrådt Løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper («løpende forpliktelser») pkt. 2.1 om likebehandling, i forbindelse med beslutninger om i) trekantfusjon med Solship Invest 1 AS («Solship»), et datterselskap av Solstad Offshore ASA («Solstad»), med oppgjør i form av vederlagsaksjer i Solstad («Fusjonen»), og ii) en forutgående finansiell restrukturering («Restruktureringen»).

Restruktureringen innebærer en forskjellsbehandling av aksjonærer, ved at hovedaksjonær Åge Johan Remøy («Åge Remøy» eller «Hovedaksjonær») gjennom selskaper han kontrollerer ved en rettet emisjon får opprettholde en kontrollerende eierposisjon, mens øvrige aksjonærer vil bli gjenstand for en betydelig utvanning. Blant annet under henvisning til Hovedaksjonærs bidrag i denne rettede emisjonen, er det videre besluttet at Hovedaksjonær, for deler av innskutte beløp i emisjonen, skal tildeles ordinære A-aksjer i forbindelse med Fusjonen, mens øvrige aksjonærer i REM kun mottar B-aksjer med 1/10 stemmerett.

2. Kort om Selskapet, aksjonærstruktur og ledelse

Selskapet eier og drifter en flåte bestående av 18 skip som yter tjenester innen ulike deler av offshorevirksomheten. Flåten er fordelt mellom 11 plattformforsyningsskip (PSV), 6 konstruksjonsserviceskip (CSV) og 1 ankerhåndteringsskip (AHTS/OCV). Selskapet har vært notert på Oslo Axess under ticker REM siden 16. september 2009. REM-gruppen har i dag ca. 355 faste ansatte, de fleste i Norge.

Per dags dato har selskapet 134 aksjonærer hvorav 128 er norske investorer og 6 er utenlandske. Hovedaksjonær Åge Remøy eier gjennom selskaper han kontrollerer 78,64 % av utstedte aksjer. Nest største aksjonær er Olympic Ship AS («Olympic») som sammen med konsoliderte selskaper har en eierandel på 10,08 %. Tredje største aksjonær er skipsverftkonsernet Vard Group AS («Vard») med en eierandel på 4,92%. De 10 største aksjonærene i Selskapet kontrollerer til sammen 98,33 % av utstedte aksjer.

Selskapets hovedaksjonær Åge Remøy fungerte som Selskapets administrerende direktør frem til finansdirektør Arild Myrvoll overtok denne rollen med virkning fra 1. mai 2016. Frem til ordinær generalforsamling avholdt i Selskapet 18. mai 2016, bestod styret i Selskapet av Peter D. Knudsen (styrets leder), Inger-Marie Sperre og Åge Remøys voksne barn Maria Remøy Aurvåg og Fredrik Remøy. Etter endringer i styret i Selskapets ordinære generalforsamling avholdt 18. mai 2016, gikk Åge Remøy inn i rollen som styrets leder. Øvrige styremedlemmer er Inger-Marie Sperre og Peter D. Knudsen.

3. Oppsummering av relevante hendelser, sentrale aktører og avtaler

Saksforholdet er komplekst og involverer flere avtaler og aktører. Nedenfor er det derfor inntatt en kort kronologisk oppsummering av viktige hendelser, samt en oversikt over sentrale aktører, avtaler

og beslutninger. En mer detaljert beskrivelse av hendelsesforløp og prosesser følger i pkt. 5 nedenfor.

Tidslinje:

- Mars – juni 2016:** Det arbeides med å fremforhandle en finansiell restrukturering av Selskapet gjennom dialog med Hovedaksjonær, finansielle kreditorer og representanter for obligasjonseiere. Samtalene inkluderer etter hvert også skipsverftet Vard som følge at Selskaper mangler finansiering for bygging av et skip.
- 22. juni:** Styret i Selskapet gir administrasjonen fullmakt til å inngå «Master Agreement – Restructuring of the Rem Offshore ASA Group» som trekker opp hovedlinjene for Restruktureringen.
- 27. juni:** Rem annonserer i en børsmelding til markedet planene om en omfattende finansiell restrukturering av Selskapet.
- 29. juni:** Det innkalles til ekstraordinær generalforsamling og obligasjonseiermøter for godkjenning av restrukturingsforslaget.
- Slutten av juni/begynnelsen av juli:** Aker kjøper seg opp til negativ kontroll i et av Selskapets obligasjonslån, og etablerer dialog med Selskapet vedrørende en alternativ løsning som innebærer en sammenslåing av REM og Solstad.
- 5.-18. juli:** Pågående forhandlinger mellom Selskapet, Hovedaksjonær og Aker/Solstad om fusjonsalternativet uten at enighet oppnås i forkant av obligasjonseiermøtet.
- 18. juli:** Obligasjonseiere, deriblant Aker, stemmer ned Selskapets restrukturingsforslag på obligasjonseiermøtet.
- 18. juli-28.juli:** Forhandlinger om fusjon fortsetter. Den 22. juli blir styret i Selskapet enige om hovedlinjene i en avtale om fusjon med Solstad under forutsetning av Akers støtte til en forutgående gjennomføring av Restruktureringen. Slik avtale signeres den 27. juli, og 28. juli meldes denne til markedet.
- 6. september:** Obligasjonseierne stemmer gjennom Restruktureringen og Fusjonen.
- 9. september:** Selskapet offentliggjør signert fusjonsplan og innkalling til ekstraordinær generalforsamling i REM.
- 10. oktober:** Generalforsamling i REM vedtar Restruktureringen og Fusjonen.
- 24. november (tentativt):** Gjennomføring av Restrukturering i REM, og deretter gjennomføring av Fusjon samme dag.

Sentrale aktører:

- Åge Remøy:** Største aksjonær i REM som kontrollerer 78,64 % av aksjene gjennom de konsoliderte selskapene Barentz AS (2,54 %), Remy AS (66,43 %), Rem Invest AS (8,83 %) og Rem Maritime Eiendom AS (0,84 %). Reorganiserer sitt eierskap i REM i forkant av Restruktureringen, slik at også det nyopprettede konsoliderte selskapet Forsa AS kommer inn på eiersiden gjennom tegning i den rettede emisjonen som skal gjennomføres i forbindelse med Restruktureringen (selskapene omtales samlet som «Remøygruppen»). Remøy har fungert som administrerende direktør i REM frem til 1. mai 2016, og overtok vervet som styreleder med virkning fra 18. mai 2016.
- Finansielle Kreditorer:** Selskapets finansielle kreditorer består av Garantinstituttet for Eksportkreditt, DNB Bank, DVB Bank, Sparebank 1 SMN, Sparebanken Møre, Nordea Bank, Danske Bank, Sparebank 1 Søre Sunnmøre, Eksportkreditt Norge AS, Eksportfinans («Bankene»).
- Obligasjonseiere:** Investorer i Selskapets to usikrede obligasjonslån; REM05 med NOK 500 millioner utestående notert på Oslo Børs, og REM04 PRO med NOK 290 millioner utestående notert på Nordic ABM («Obligasjonslånene»).
- Vard:** Skipsverftkonsern og aksjonær i REM med 4,92 % av aksjene. Eier også 26,66 % av aksjene i REMs datterselskap Rem Supply AS («Rem Supply»). Inngikk skipsbyggekонтраkt med Rem Supply i juni 2014, med REM som påkravsgarantist. Inngår som part i restruktureringsløsningen da skipsbyggekонтраkten er kansellert, og Vard som følge av dette har et nettokrav mot Selskapet på NOK 191 721 778. Vards fordring skal gjennom Restruktureringen konverteres til aksjer i REM.
- Solship:** Nystiftet heleid datterselskap av Solstad og overtakende selskap i Fusjonen.
- Solstad:** Utsteder av vederlagsaksjer i forbindelse med Fusjonen. Opererer innenfor samme virksomhetsområde som REM. Eier og drifter 20 CSV'er, 15 AHTS'er og 9 PSV'er, har 1300 ansatte og er notert på Oslo Børs under ticker "SOFF". Har nylig gjennomført en omfattende finansiell restruktureringsløsning som blant annet inkluderer en rettet emisjon mot Aker ASA («Aker») og Solstad-familien, utstedelse av et konvertibelt lån til Aker, samt en reparasjonsemisjon. Etter restruktureringsløsningen og før fusjonen med REM, eier Aker ca. 31 %, mens Solstad-familien eier 32,7 % av aksjene i Solstad.
- Aker/Aker Capital:** Stor aksjonær i Solstad etter nylig gjennomføring av restruktureringsløsning i Solstad. Betydelig investor i REMs obligasjonslån etter kjøp i juni/juli 2016.
- Olympic:** Eier sammen med konsolidert selskap, Olympic NOR AS, til sammen

10,08 % av aksjene i REM, og er dermed nest største aksjonær i Selskapet.

Sentrale beslutninger og avtaler:

Det er fire selskapsbeslutninger i REM som står sentralt i saken:

- Styrets vedtak av 22. juni 2016 om å inngå «Master Agreement - Restructuring of the Rem Offshore ASA Group» («Masteravtalen»). Masteravtalen regulerer vilkårene for den finansielle restruktureringen av REM, og er inngått mellom REM, REMs datterselskaper, Bankene, Åge Remøy og Remy AS.
- Styrets beslutning om å inngå «Avtale om fusjon og støtte til refinansiering mv.» («Fusjonsavtalen»). Avtalen ble inngått 27. juli 2016, og regulerer vilkårene for Fusjonen og Akers støtte til Restruktureringen på obligasjonseiermøtet. Avtalen er inngått mellom REM, Åge Remøy, og selskaper kontrollert av Åge Remøy, SOFF, selskaper kontrollert av Solstad familien og Aker Capital AS.
- Styrets beslutning av 8. september 2016 om tiltredelse av fusjonsplan og forslag til generalforsamling om godkjenning av de nødvendige vedtak for å gjennomføre Restruktureringen og Fusjonen.
- Selskapets generalforsamlingsvedtak av 10. oktober 2016, der de nødvendige beslutninger for å gjennomføre Restruktureringen og Fusjonen vedtas av selskaper kontrollert av Åge Remøy, og dermed oppnår tilstrekkelig flertall.

4. Videre fremstilling

En nærmere beskrivelse av sakens faktum følger i pkt. 5 nedenfor. Punktet inneholder en kronologisk fremstilling av hendelsesforløpet (pkt. 5.1), en redegjørelse for børsens undersøkelser i saken (pkt. 5.2) og en nærmere beskrivelse av Selskapets interne prosesser og saksbehandling i forbindelse med de aktuelle transaksjoner, utarbeidet med grunnlag i dokumentasjon fremlagt for børsen (pkt. 5.3). Under punkt 6 følger en beskrivelse av likebehandlingsregelen og rettslig vurderingstema. I pkt. 7 oppsummeres Selskapets argumentasjon. Børsens vurdering og vedtak i saken følger under henholdsvis pkt. 8 og pkt. 9.

5. Faktisk bakgrunn

5.1 Kronologisk fremstilling av hendelsesforløpet

5.1.1 Fremleggelse av kvartalsrapport for 1. kvartal 2016

Den 18. mai 2016 fremlegger Selskapet resultat for 1. kvartal 2016 (*vedlegg 5.1*). Av rapporten fremgår det at Selskapet oppnådde driftsinntekter på MNOK 235,7 (MNOK 315,8), et driftsresultat før avskrivninger (EBITDA) på MNOK 109,3 (MNOK 160,8), og et resultat etter skatt på MNOK 8,7 (MNOK 5,8). (Tall i parentes gjelder tilsvarende periode i 2015).

Totalbalansen for konsernet utgjorde MNOK 7.047 pr. 31.03.2016, mot MNOK 7.380 pr. 31.03.2015. Egenkapitalen pr. 31.03.2016 var MNOK 2.240, tilsvarende en egenkapitalandel på 31,8 % (32 %) av

den totale kapitalen. Beholdning av kontanter ved utgangen av 1. kvartal var MNOK 669,4. I tillegg hadde selskapet kortsiktige likvide investeringer på MNOK 25,7. Samlet likviditetsbeholdning inklusiv kortsiktige investeringer utgjorde dermed MNOK 695,2.

Under overskriften «Hendinger i 1. kvartal» fremgår:

«Som en følge av det utfordrende markedet selskapet er eksponert for, har ABG Sundal Collier blitt engasjert som finansiell rådgiver i arbeidet med å sikre en langsiktig og bærekraftig kapitalstruktur. Wikborg, Rein & Co er engasjert som juridisk rådgiver.»

Under overskriften «Kommentarer til 1. kvartal» fremgår:

«Svake markedsutsikter og lavere verdianslag medfører at det er foretatt nedskrivninger med MNOK 30 pr 31.03.2016 utover plan. Det presiseres at det foreligger betydelig usikkerhet forbundet med megleranslagene, ettersom få representative salg har vært registrert i markedet. Styret legger til grunn at skipsverdiene vil svekkes ytterligere dersom markedsforholdene ikke endrer seg til det bedre. Selskapet mottar megleranslag halvårlig og neste rapportering hvor det vil bli foretatt en grundigere gjennomgang av skipsverdiene i balansen kommer i forbindelse med 2. kvartalstallene. (...) Styret legger til grunn at markedet for selskapets skip vil være krevende i en lang periode fremover. Det vil fortsatt være fokus på kostnadsbesparende og likviditetsfremmende tiltak, samt tiltak for å bedre kontantstrømmen.»

Under overskriften «Finansiell risiko» fremgår:

«Selskapets likviditet er tilfredsstillende med totalt MNOK 695 (MNOK 716) som tilsvarer ca. 15 % (15,2 %) av selskapets rentebærende gjeld. Selskapet har kontinuerlig fokus på tiltak som ivaretar kontantbeholdningen fremover, og Rem har inngått avtale med sine långivere om å redusere avdragsbelastningen for 2015 og første halvår 2016. Rem offshore har ingen låneforfall i 2016. OCV-skipet som er bestilt på Vard Group (levering i 2018) er ikke finansiert og styret legger til grunn at det vil være krevende å finansiere skipet under rådende markedsforhold. Obligasjonsgjelden har forfall i 2018 og 2019.»

Om Selskapets flåte på totalt atten skip fremgår det at den samlede utnyttelsesgraden i 4. kvartal 2016 var på 75 %.

5.1.2 Annonsering av omfattende restrukturering

I børsmelding av 27. juni informerer REM markedet om en omfattende restrukturingsløsning (vedlegg 4.1).

Restruktureringsløsningen inneholder blant annet følgende hovedelementer:

- Selskapets egenkapital skal styrkes gjennom rettet emisjon mot Hovedaksjonær på minimum NOK 150.000.000 til en emisjonskurs på NOK 0,87 per aksje. NOK 60.000.000 av egenkapitalen tilført gjennom den rettede emisjonen skal benyttes til tilbakekjøp av deler av Selskapets Nye Obligasjonslån (som definert nedenfor) etter at vilkårene for Restruktureringen er oppfylt. For øvrig skal provenyet brukes til å styrke egenkapitalen i Selskapet og Selskapets datterselskaper.
- Selskapet vil, avhengig av blant annet markedsforholdene, vurdere å gjennomføre en etterfølgende reparasjonsemisjon på inntil NOK 20 millioner med emisjonskurs på NOK 0,87

("Reparasjonsemisjonen"), mot eksisterende aksjonærer i Selskapet som ikke får delta i den rettede emisjonen.

- NOK 513.500.000 av Obligasjonslånene skal konverteres til aksjer i Selskapet («Lånekonverteringen»). Etter kapitalforhøyelser og andre konverteringer, vil obligasjonseierne ha en eierandel på 40 % i Selskapet. Konverteringskursen er NOK 3,73 per aksje.
- Etter konverteringen nevnt ovenfor, skal det gjenværende obligasjonslånet på NOK 276.500.000 erstattes av et nytt obligasjonslån (det "Nye Obligasjonslånet"). Det Nye Obligasjonslånet skal ha en løpetid på åtte år, fastrente på 5,0 % per år som skal betales som kapitaliserbar rente og ingen finansielle gjeldsbetingelser. Det Nye Obligasjonslånet vil være sikret med et andreprioritetspant i skipet "Rem Star" og et førsteprioritetspant i aksjene i datterselskapet Rem Maritime.
- Bankene aksepterer en redusert amortisering på deres bankfasiliteter i 3,5 år, som gir en positiv likviditetseffekt for Selskapet på NOK 1.300.000.000. Alle forfall på banklån blir utsatt med 42 måneder i tillegg til endrede finansielle gjeldsbetingelser for alle fasiliteter.
- Kansellering av skipsbyggekontrakt med Vard. Som kompensasjon for kanselleringen skal Vard motta aksjer som utgjør en eierandel på 4 % på fullt utvannet basis etter kapitalforhøyelser og andre konverteringer. Konverteringskursen er NOK 13,93 per aksje.

Selskaper skriver i børsmeldingen følgende om den forventede effekten av den foreslåtte restruktureringen:

«Restruktureringen vil skape en robust finansiell løsning for Selskapet ut 2019, selv i et "low case-scenario" med begrenset eller ingen utnyttelse av skipene og uten langtidskontrakter. Den samlede effekten av Restruktureringen (...) er forventet å bedre Selskapets likviditet med cirka NOK 3,6 milliarder over en periode på 3,5 år, og redusere netto rentebærende gjeld med cirka NOK 900 millioner. Ved utgangen av 2019, vil Selskapet fortsatt ha en sterk konkurranseposisjon, med en av de yngste flåtene i markedet med en gjennomsnittsalder på under ni år på skipene.»

Om bakgrunnen for og opptakten til det annonserte restrukturingsforslaget fremgår det i børsmeldingen:

«Selskapet har de siste månedene vært i dialog med dets långivere, større obligasjonseiere og majoritetsaksjonærer samt andre vesentlige interessenter. På denne bakgrunn har Selskapet i prinsippet fått aksept for de viktigste betingelsene for en Restrukturering fra disse interessentene.»

Mer konkret er hovedlinjene for Restruktureringen forankret i en rammeavtale mellom Selskapet, dets datterselskaper, Bankene, Hovedaksjonær og Hovedaksjonærs datterselskap Remy AS (Masteravtalen) inngått i forkant av annonseringen (vedlegg 3.3).

5.1.3 Emisjonskurs, utvanning og ny aksjonærstruktur som følge av restrukturering

Kurs i siste aksjeomsetning i REM før annonseringen av restruktureringen var NOK 32,90. Volumveiet gjennomsnittspris («VWAP») siste tre måneder før annonsering var NOK 31,66. Emisjonskursen på 0,87 øre innebærer således en rabatt på 97,35% mot sluttkursen, og 97,25% mot VWAP siste tre måneder. Aksjen er imidlertid lite likvid. I løpet av de tre siste måneder før annonsering ble det handlet totalt 678 aksjer til en verdi av NOK 21.466, fordelt over 4 handler.

Aksjonærstrukturen før og etter gjennomføringen av Restruktureringen vil se slik ut:

Aksjonærer	Før restrukturering, før rep. emisjon	%	Etter restrukturering før rep. emisjon	%	Etter restrukturering, etter rep. emisjon (fulltegnet)*	%
Minoritetsaksjonærer	4.340.746	21,36	4.340.746	1,26	27.328.217	7,44
Åge Remøy samlet	15.977.063	78,64	188.390.856	54,74	188.390.856	51,31
Obligasjonseiere nye aksjer			137.665.714	40,00	137.665.714	37,50
Vard nye aksjer			13.766.754	4,00	13.766.754	3,75
Sum	20.317.809	100	344.164.070	100	367.151.541	100

*Reparasjonsemisjon slik den var utformet før Restrukturering ble knyttet opp mot Fusjonen.

Som det fremgår vil Åge Remøy etter gjennomføringen av Restruktureringen opprettholde en eierandel på mellom 51 % og 55 %. For øvrig innebærer Restruktureringen en utvanning av eksisterende minoritetsaksjonærers samlede eierandel tilsvarende 94 % før Reparasjonsemisjonen.

Om forskjellsbehandlingen Restruktureringen vil innebære i form av utvanning av aksjonærrettigheter fremgår det i børsmeldingen av 27. juni:

«Restruktureringen vil resultere i en vesentlig utvanning av aksjeeiere som ikke deltar i den Nye Egenkapitalen. Den planlagte Reparasjonsemisjonen vil, dersom den blir gjennomført, ikke kompensere den utvannende effekten fullt ut for de resterende aksjeeierne. Etter å ha overveid tilgjengelige alternativer, mener imidlertid Styret at et slikt avvik fra likebehandlingsprinsippet vil være rimelig og nødvendig, gitt Selskapets utfordrende finansielle situasjon, de rådende markedsforholdene, de avtalte vilkårene for Restrukturering og Selskapets behov for fleksibilitet for å sikre den Nye Egenkapitalen»

5.1.4 Videre utvikling

- **Innkallinger for vedtakelse av Restruktureringen:** I børsmeldinger av 29. juni innkaller Selskapet til obligasjonseiermøter i henholdsvis REM04PRO og REM05 for vedtakelse av endringer i Obligasjonslånene som forutsatt i restruktureringsforslaget (*vedlegg 4.2*). Videre innkaller Selskapet til ekstraordinær generalforsamling for behandling av kapitalforhøyelser som inngår i restruktureringsløsningen (*vedlegg 4.3*). Obligasjonseiermøter og ekstraordinær generalforsamling skal avholdes henholdsvis 18. og 21. juli.
- **Aker kjøper obligasjoner:** Den 6. juli kontakter Selskapets administrerende direktør markedsovervåkingen ved Oslo Børs per telefon og informer om at de har blitt kjent med at Aker har kjøpt en kontrollerende post i obligasjonslånet REM04PRO, og at Aker også har gjort kjøp i REM05. Administrerende direktør opplyser at Selskapet er usikker på hva dette ville bety for utfallet av avstemningen på det forestående obligasjonseiermøtet. I følge administrerende direktør har det vært samtaler mellom Selskapet og Aker. Man blir enige om at Selskapet skal holde børsen orientert om videre utvikling.
- **Dialog med Aker om sammenslåing med Solstad:** Fredag 15. juli ringer Selskapets finansdirektør til markedsovervåkingen ved Oslo Børs og opplyser om at det har vært dialog mellom Aker og REM siden forrige kontakt med børsen. Selskapet har mottatt et forslag til

transaksjon med Solstad fra Aker kl. 23.00 dagen i forveien. Aker ønsker etter det opplyste å gjennomføre en fusjon/sammenslåing mellom Aker og REM. Finansdirektør antar at det vil komme en børsmelding fra REM i løpet av påfølgende mandag (dvs. 18. juli, samme dag som det skal avholdes obligasjonseiermøter), i forbindelse med at det vil bli signert en overordnet avtale. Detaljer rundt transaksjonen skal håndteres senere. Det blir opplyst at forslaget legger opp til at den pågående refinansiering skal gå som planlagt.

- **Restruktureringsløsningen stemmes ned på obligasjonseiermøtet:** Mandag 18. juli 2016 avholdes obligasjonseiermøter for obligasjonseierne i begge obligasjonslånene. Mens Selskapets restruktureringsforslag oppnår tilstrekkelig flertall i REM05 med 72.46 %, stemmes forslaget ned i REM04PRO da forslaget kun oppnår 31.65 % av stemmene. I en børsmelding av samme dag med tittelen «*Rem Offshore ASA is evaluating strategic alternatives*» opplyser Selskapet om at forslaget er stemt ned (vedlegg 4.5). Videre fremgår det at Selskapet er i dialog med sine kreditorer og andre interessenter, og at Selskapet vil komme tilbake med nærmere informasjon.
- **Aker kommenterer videre planer:** På ettermiddagen den 18. juli bekrefter kommunikasjonsdirektør Atle Kigen i Aker til pressen at Aker har obligasjoner i REM, og at Aker har vært blant dem som stemte nei til restruktureringsforslaget.¹ Videre blir det opplyst at Aker har lagt frem et alternativt forslag for fremtiden til REM der forslaget til restrukturering skal videreføres med påfølgende fusjon mellom REM og Solstad. Kigen uttaler ifølge avisoppslaget videre at «*dialogen med flere av interessentene i Rem Offshore har vært god og at denne vil fortsette*».
- **Selskapet bekrefter at Aker stemte ned restruktureringsløsningen:** Selskapet kommer etter børsens stengetid den 18. juli med en børsmelding, der det med bakgrunn i spekulasjoner i media bekreftes at Selskapet er kjent med Aker stemte ned den foreslåtte restruktureringen på obligasjonseiermøte i REM04PRO (vedlegg 4.6).
- **Forhandlinger med Aker/Solstad:** Mandag 25. juli tar Selskapets administrerende direktør igjen kontakt med markedsovervåkingen ved Oslo Børs, og informerer om at det forhandles videre med Solstad/Aker. Man har forhandlet gjennom hele helgen, og det er fullt trykk på å bli enige. Det blir jobbet mot å kunne offentliggjøre en avtale eller foreløpig avtale i løpet av de nærmeste dagene. Administrerende direktør opplyser at de har et lite håp om å kunne offentliggjøre noe den påfølgende dag, men det virker lite sannsynlig.
- **Enighet om Fusjon:** Børsmelding om avtale om fusjon blir publisert før børsåpning torsdag 28. juli (vedlegg 4.8).

5.1.5 Annonsering av planer om Fusjon med Solstad

De nærmere vilkårene for Fusjonen slik disse er presentert i børsmeldingen av 28. juli fremgår av Fusjonsavtalen mellom Selskapet, Åge Remøy og selskaper kontrollert av Åge Remøy, Solstad, Aker og selskaper kontrollert av Solstad-familien, der Aker forplikter seg til å stemme for Selskapets Restrukturering i obligasjonseiermøtet, såfremt Selskapets generalforsamling vedtar Fusjonen (Fusjonsavtalen) (vedlegg 3.4).

¹ http://sysla.no/2016/07/18/maritim/planen-til-rem-offshore-fikk-ikke-nok-stotte_132322/

Hovedelementene i Fusjonen er:

- Fusjonen skal gjennomføres som en trekantfusjon i henhold til bestemmelsene i allmennaksjeloven § 13-2, der samtlige av Selskapets rettigheter og forpliktelser overdras til Solship med oppgjør i form av vederlagsaksjer i Solstad.
- Solstad vil i forkant av Fusjonen opprette en ny aksjeklasse med B-aksjer. B-aksjene skal ha begrenset stemmerett, slik at hver B-aksje gir rett til 1/10-stemme i forhold til Solstads eksisterende aksjer, som blir A-aksjer. For øvrig skal B-aksjer ha like rettigheter som Solstads A-aksjer, herunder lik rett til utbytte.
- Aksjonærene i REM skal, med nærmere angitte unntak, motta slike B-aksjer som fusjonsvederlag. B-aksjene skal søkes notert på Oslo Børs så raskt som praktisk mulig i forbindelse med eller etter gjennomføring av Fusjonen.
- Det avtalte bytteforholdet er 0,0696 Solstad-aksjer per REM-aksje. Kursen er basert på avtalt tegningskurs i forslag til rettede emisjoner i Solstad og REM annonsert i juli og juni, på henholdsvis NOK 12,50 og 0,87 øre.
- Fusjonen er blant annet betinget av at Restruktureringen er gjennomført i forkant av gjennomføringen av Fusjonen. Tilsvarende er også samtlige beslutninger knyttet til Restruktureringen i Selskapets generalforsamling, betinget av at generalforsamlingen også godkjenner Fusjonen.
- Hovedaksjonær gjennom selskaper han kontrollerer skal motta 6.000.000 A-aksjer for de første NOK 75 millionene REM-aksjene han tegner seg for i den rettede emisjonen på totalt NOK 150 millioner, som skal gjennomføres som en del av Restruktureringen i forkant av Fusjonen. Videre skal en person utpekt av Hovedaksjonær gå inn i styret i Solstad fra og med gjennomføringen av Fusjonen.
- Den opprinnelig planlagte reparasjonsemisjonen mot minoritetsaksjonærer i REM erstattes av en rettet emisjon av Solstad B-aksjer på NOK 20.000.000 til en kurs NOK 12,50 per aksjer, det vil si samme bytteforhold som i Fusjonen. Emisjonen skal vedtas i generalforsamling i Solstad, og endelig gjennomføring vil være betinget av at Fusjonen gjennomføres.

Om eierstruktur i Solstad etter gjennomføring av Fusjonen fremgår det i børsmeldingen av 28. juli at forutsatt gjennomføring av forutgående restruktureringer i Solstad og REM, og fulltegnede reparasjonsemisjoner for aksjonærene i begge Selskapene, vil Aker eie 24 % av aksjene og 28 % av stemmene, Solstad-familien vil gjennom selskaper den kontrollerer, eie 23 % av aksjene og 29 % av stemmene, mens Hovedaksjonær og selskaper han kontrollerer vil eie 15 % av aksjene og 9 % av stemmene. B-aksjene vil i antall utgjøre ca. 22 % av samlet antall aksjer utstedt i Solstad.

Videre fremgår det av meldingen av 28. juni at Aker, «*as part of the proposed merger*», vil utstede en vederlagsfri salgsopsjon til et selskap kontrollert av Hovedaksjonær som kan utøves i den trettende måneden etter gjennomføringen av Fusjonen for totalt 6.000.000 B-aksjer (de B-aksjer Hovedaksjonær mottar som vederlagsaksjer for den resterende halvpart av det innskutte beløp i den rettede emisjonen) med utøvelseskurs på NOK 12.50 per aksje.

5.1.6 Fremleggelse av kvartalsrapport for 2. kvartal og vedtakelse av Restrukturering og Fusjon på obligasjonseiermøter

Den 10. august innkalles det til obligasjonseiermøter som skal avholdes den 26. august for vedtakelse av endringer i Obligasjonslånene foranlediget av Restruktureringen og Fusjonen (*vedlegg 4.10*). Den 23. august, tre dager før obligasjonseiermøtene skal avholdes, kanselleres disse, og det innkalles til nye møter 6. september (*vedlegg 4.11*). Kanselleringen begrunnes med at det er besluttet å gjøre enkelte mindre klargjøringer og endringer i vilkårene for Restruktureringen.

Den 25. august publiseres Selskapets resultat for 2. kvartal 2016 og 1. halvår 2016 (*vedlegg 5.2*). Det følger av kvartalsrapporten at Selskapet for 2. kvartal oppnådde driftsinntekter på MNOK 221,7 (MNOK 292), et driftsresultatet før avskrivninger (EBITDA) på MNOK -92,5 (MNOK 154,9), og resultat etter skatt på MNOK -1 119 (MNOK 64,3). (Tall i parentes gjelder samme periode i 2015.)

Det negative resultatet i 2. kvartal skyldes ifølge rapporten kanselleringskostnader i forbindelse med nybygget til Vard på MNOK 191,7 samt nedskrivninger på MNOK 898,7. Justert for disse engangseffektene var EBITDA for kvartalet MNOK 99,2, og resultat etter skatt MNOK -28,5.

Totalbalansen for konsernet utgjorde MNOK 6.104 pr. 30.06.2016, mot MNOK 7.573 pr. 30.06.2015. Egenkapitalen pr. 30.06.2016 var MNOK 1.128, noe som gir en egenkapitalandel på 18,5 %, mot MNOK 2 410 og 32 % per 30.06.2015. Beholdning av kontanter ved utgangen av 2. kvartal var MNOK 662,9. I tillegg har selskapet kortsiktige likvide investeringer på MNOK 24,3. Samlet likviditetsbeholdning inklusiv kortsiktige investeringer utgjør dermed MNOK 687,2, som tilsvarer ca. 15 % (10,5 %) av selskapets rentebærende gjeld.

Under kommentarer til 2. kvartal fremgår det:

«Det er i kvartalet bokført kostnader på MNOK 191,7 i forbindelse med kansellering av nybygget med Vard. Som en del av refinansieringen skal kravet fra Vard konverteres til egenkapital og kanselleringskostnadene får dermed ingen kontanteffekt. Svake markedsutsikter og lavere verdianslag medfører at det er foretatt nedskrivninger med MNOK 898,7 i 2. kvartal og totalt 928,7 pr 30.06.2016 utover plan. (..)

Selskapet hadde i 2. kvartal en kontantstrøm fra operasjonell virksomhet på MNOK 69,1 (MNOK 53,5). (..) Styret legger til grunn at markedet for selskapets skip vil være krevende i en lang periode fremover. Det vil fortsatt være fokus på kostnadsbesparende og likviditetsfremmende tiltak, samt tiltak for å bedre kontantstrømmen.»

Under «Hendelser i 2. kvartal» er det inntatt en beskrivelse av restrukturerings- og fusjonsløsningen og prosessen som ledet frem til dette. Videre fremgår det:

«Som en følge av usikkerheten knyttet til dagens skipsverdier er det foretatt nedskrivninger på MNOK 898 i kvartalet. Dette i kombinasjon med kanselleringskostnadene knyttet til nybygget gjør at selskapet er i brudd med de covenantene som berører egenkapital og verdsettelse av flåten. Selskapet har gjennom standstill avtalen med bankene fått godkjent midlertidig fritak fra gjeldende covenants og har søkt obligasjonseierne om aksept for godkjenning om midlertidig fritak. Dette vil også bli behandlet under obligasjonseiermøte. Da aksept fra obligasjonseiermøte ikke foreligger pr. 30.06.16 er all gjeld ved utgangen av kvartalet klassifisert som kortsiktig gjeld.»

Om Selskapets flåte på totalt atten skip fremgår det at den samlede utnyttelsesgraden i 1. kvartal 2016, var på 75 %.

Den 6. september skal obligasjonseiermøtene avholdes. 10 minutter før møtene skal starte, offentliggjør Selskapet en oppdatering til innkallingen der det er inntatt flere endringer i vilkårene for det Nye Obligasjonslånet (vedlegg 4.12). Videre fremgår det:

«The Bondholders will receive a one-time consent fee of 1.70 % flat on the face value of the respective Bondholder's holdings of bonds (..) subject to (i) approval of the Proposal by the required majorities of Bondholders in both Bond Issues (ii) Completion of the Restructuring and (iii) completion of the Merger.»

Endringene i Obligasjonslånene stemmes gjennom på de aktuelle obligasjonseiermøtene (vedlegg 4.13).

5.1.7 Vedtakelse av Restrukturering og Fusjon på Selskapets generalforsamling

Den 9. september publiseres signert Fusjonsplan og styrets innkalling til ekstraordinær generalforsamling i REM for behandling av Restruktureringen og Fusjonen (vedlegg 4.14). Generalforsamlingen avholdes 10. oktober (vedlegg 4.15).

På generalforsamling er 90,6 % av de stemmeberettigede aksjonærer representert, herunder samtlige av Hovedaksjonærs stemmer (78,64 %). I antall er fire av totalt 129 minoritetsaksjonærer (selskaper som ikke inngår i Remøy-gruppen), tilstede eller representert på generalforsamlingen. Dette er Selskapets nest største aksjonær Olympic (med total eierbeholdning tilsvarende 10,08 % fordelt over to selskaper, begge representert på generalforsamlingen), Selskapets femte største aksjonær Hareide Elektriske AS (1,8%), og én øvrig aksjonær (0,1 %).

Alle punktene på agendaen blir vedtatt i samsvar med styrets forslag. Olympic stemmer imidlertid mot styrets forslag knyttet til henholdsvis den rettede emisjonen mot Hovedaksjonær og Fusjon.

Til punktet som gjelder styrets forslag om at den rettede emisjonen mot Hovedaksjonæren vedtas, har Olympic bedt om at følgende protokollføres: *«Olympic Ship AS stemmer mot styrets forslag som følge av det de oppfatter som en mangelfull begrunnelse for å tilsidesette fortrinnsretten til de øvrige aksjonærene. Olympic Ship AS mener dette er i strid med likebehandlingsprinsippet slik dette er nedfelt i verdipapirhandelloven og allmennaksjeloven. Forslaget innebærer en urimelig forskjellsbehandling mellom eksisterende aksjonærer i selskapet»*

Olympic har videre bedt om at følgende protokollføres i forhold til styrets forslag om Fusjon: *«Olympic Ship AS stemmer mot styrets forslag som følge av at det ved fusjonen utstedes A-aksjer til majoritetsaksjonær mens øvrige aksjonærer i selskapet mottar vederlagsaksjer med begrenset stemmerett. Olympic Ship AS mener dette er i strid med likebehandlingsprinsippet.»*

5.1.8 Reparasjonsemisjon for REM-aksjonærer i Solstad

Den 10. oktober blir det også avholdt generalforsamling i Solstad der blant annet Fusjonen og reparasjonsemisjonen mot eksisterende aksjonærer i REM blir stemt gjennom («Rem Reparasjonsemisjonen»). Aksjene i Rem reparasjonsemisjonen, som er B-aksjer i Solstad, vil utstedes i forbindelse med eller rett etter gjennomføring av Fusjonen. Rem Reparasjonsemisjonen er således betinget av gjennomføringen av Fusjonen.

Av praktiske grunner har det blitt besluttet at tilbudsperioden i Rem Reparasjonsemissjonen skal løpe samtidig med en tilbudsperiode for en reparasjonsemissjon mot eksisterende aksjonærer i Solstad som ikke fikk delta i rettet emisjon mot Solstad-familien og Aker («Solstad Reparasjonsemissjonen»). Solstad Reparasjonsemissjonen er i ordinære Solstad-aksjer (A-aksjer) på NOK 39.860.137,50, også til en kurs NOK 12,50 pr aksje. Gjennomføring vil ikke være betinget av at Fusjonen gjennomføres.

Tegningsperiodene for de to reparasjonsemissjonene løper i perioden 14.-27. oktober. Sluttkurs for Solstad-aksjen siste dag i tegningsperioden er NOK 13,60, dvs. NOK 1,10 over tegningskursen på NOK 12,50. B-aksjen er ikke utstedt, og det foreligger dermed ikke noen markedspris for denne aksjen som kan sammenlignes med tegningskursen på NOK 12,50. B-aksjen er søkt notert på Oslo Børs, men er på tidspunktet for utløpet av tegningsperioden i Rem Reparasjonsemissjonen ikke vedtatt tatt opp til notering. Ettersom Rem Reparasjonsemissjonen er betinget av Fusjonen vil tildeling av aksjene skje først etter gjennomføring av denne, tentativt 3-4 uker etter allokering og betaling for aksjer tegnet i emisjonen.

Resultatet etter de to reparasjonsemissjonene offentliggjøres i børsmeldinger den 28. oktober (vedlegg 4.19). Mens det er en overtegning i Solstad Reparasjonsemissjonen på 43 % av tilgjengelige A-aksjer, utgjør tegningsgraden i Rem Reparasjonsemissjonen 5,25 % av tilgjengelige B-aksjer.

5.1.9 Gjennomføring av Fusjonen

Kreditorfrist for Fusjonen utløper 22. november. Fusjonen skal tentativt gjennomføres 24. november. Restruktureringen skal gjennomføres i REM i forkant av, men samme dag som, gjennomføringen av Fusjonen.

5.1.10 Styrets begrunnelse for forslag om Fusjon, bytteforhold og utstedelse av A-aksjer til Hovedaksjonær

I innkallingen til generalforsamling i REM begrunner styret sin anbefaling om at Fusjonen vedtas slik (vedlegg 4.14):

«Styret mener at den foreslåtte trekantfusjonen ("Fusjonen") mellom Selskapet, Solship Invest og SOFF vil bidra til en robust og industriell løsning hvor Selskapet og SOFF i et sammenslått selskap bedre vil kunne møte et utfordrende marked for offshoreservice-skip. Det sammenslåtte selskapet vil fremstå som en betydelig sterkere enhet og være i en god posisjon til å kunne utnytte den fremtidige oppgangen i markedet som partene har tro på at vil komme. Fusjonen anses også i den foreliggende situasjonen å være den beste løsningen for å ivareta aksjeeiernes verdier. Alternative løsninger har vært vurdert og søkt gjennomført. På denne bakgrunn anbefaler styret at Selskapet innfusjoneres i Solship Invest, mot oppgjør i form av vederlagsaksjer i SOFF i henhold til fusjonsplanen ("Fusjonsplanen").»

Styrets begrunnelse for tildeling av A-aksjer til Hovedaksjonær slik den fremgår av innkalling til generalforsamling, er:

«Styret ser at det foreliggende forslaget til tildeling av fusjonsvederlag innebærer en forskjellsbehandling av aksjonærene i Selskapet og har således vurdert spørsmålet særskilt. Inngåelse av avtalen som innebærer tildeling av A-aksjer til hovedaksjeeieren i Selskapet er et resultat av omfattende og langvarige kommersielle forhandlinger mellom partene der hovedaksjeeieren i Selskapet, for å samtykke til gjennomføring av Fusjonen, har satt som vilkår at hans kontrollposisjon i Selskapet reflekteres i form av en betydelig stemmeinteresse i SOFF.

Det er i den sammenheng sett vesentlig hen til at han alene vil sikre at Fusjonen vedtas i generalforsamlingen i Selskapet som skal vedta fusjonen. Det er vektlagt at det i den foreliggende situasjonen er nødvendig å begrense gjennomføringsrisiko for den planlagte fusjonen og restruktureringsprosessene. Konsolideringen gjennom fusjonen og gjennomføringen av den finansielle restruktureringen i både Selskapet og SOFF samt Akers eierskap vil etablere et betydelig mer finansielt og operasjonelt robust selskap som er bedre posisjonert til å møte de utfordringer bransjen står ovenfor. I en slik sammenheng er det også sett hen til at kompetansemiljøer og arbeidsplasser bedre vil kunne videreføres.

Styret er etter dette av den oppfatning at gjennomføring av Fusjonen, herunder med den forutgående restruktureringen og oppkapitaliseringen i Selskapet, på slike vilkår og med en slik fordeling av fusjonsvederlaget som foreslått er saklig begrunnet og i Selskapets og aksjonærenes beste interesse. Aksept av vilkåret for gjennomføring fra hovedaksjeeierens side er i den foreliggende situasjonen etter styrets vurdering forsvarlig, særlig sett hen til at hovedaksjeeieren i forkant av gjennomføring av fusjonen vil bidra med betydelig ny egenkapital i Selskapet som vil komme det fusjonerte selskapet til gode gjennom Fusjonen, og at det kun er deler av denne nye kapitalen som mottar vederlag i A-aksjer i SOFF.»

Bytteforholdet i Fusjonen er nærmere redegjort for i Fusjonsplanen (vedlegg 4.14), hvor det fremgår:

«Ved fastsettelsen av kurs per aksje i REM har man tatt utgangspunkt i avtalt tegningskurs for den rettede emisjonen REM har avtalt å gjennomføre mot selskaper kontrollert av Åge Johan Remøy, samt etterfølgende reparasjonsemisjon. Den rettede emisjonen er en del av en full restrukturering av REM-konsernets gjeld, herunder bankgjeld, obligasjonsgjeld og leverandørkrav knyttet til kansellering av en skipsbyggekontrakt. Som ledd i restruktureringen ble det utarbeidet både megleranslag for skipsverdier i REM og verdiberegninger basert på DCF-metoden. Det ble imidlertid tidlig klart at eksisterende aksjekapital hadde liten gjenværende verdi, at eksisterende gjeld måtte reduseres og ny kapital tilføres. Grunnet kapitalstruktur og krav fra aktørene i restruktureringen var det ikke andre interessenter til å delta med nødvendig ny kapital enn selskaper kontrollert av Åge Johan Remøy. Endelig struktur og emisjonskurs ble derfor fremforhandlet mellom kreditorene og Åge Johan Remøy, mer frikoblet fra tradisjonelle finansielle verdiberegninger. Kursen er fremforhandlet av uavhengige parter, og er av den grunn et uttrykk for aksjenes markedsverdi.»

Vedlagt Fusjonsplanen og innkalling til generalforsamling i Selskapet følger en redegjørelse for fastsettelsen av vederlaget i Fusjonen utarbeidet av uavhengig sakkyndig Kjelstrup & Wiggen Consulting («KWC»). Redegjørelsen er utarbeidet i henhold til allmennaksjeloven § 13-10, og skal i henhold til bestemmelsen angi i) hvilke fremgangsmåter som er brukt ved fastsettelsen av vederlaget til aksjonærene i REM, og om fremgangsmåtene har vært hensiktsmessige, ii) en omtale av særlige vanskeligheter ved fastsettelsen av vederlaget, og iii) om vederlaget er rimelig og saklig begrunnet. I redegjørelsen fremgår det at særlige vanskeligheter i forbindelse med fastsettelsen av vederlaget har vært knyttet til:

- i) *«Markedskursen og verdiene som er benyttet i vurderingen av Rem Offshore ASA har fremkommet gjennom en kort tidsperiode og gjennom forhandling med selskapets hovedaksjonær og selskapets kreditorer og kan være påvirket av at selskapet har vært under «financial distress». Den samlede løsningen, prisen og vederlaget kan bære preg av det at det har vært begrensede handlingsalternativer utover det som fremkommer av fusjonsplanen.*
- ii) *Vederlagsaksjene i Solstad Offshore ASA til aksjonærene i Rem Offshore ASA, med unntak for deler av aksjene til hovedaksjonæren, består av aksjer i en ny aksjeklasse (B-aksjer)*

med kun 1/10 stemmerett av ordinære aksjer i Solstad Offshore ASA. Utgangspunktet for bytteforholdet er basert på markedskurser og verdier for ordinære aksjer. Det vil være usikkerhet knyttet til likviditet og kursdannelse i en ny B aksje sammenlignet med de eksisterende ordinære aksjer i Solstad Offshore ASA. Den underliggende verdi per aksje er imidlertid ikke påvirket av om det er ordinære aksjer eller B-aksjer som mottas som vederlag da alle aksjer har like økonomiske rettigheter.

- iii) Hovedaksjonæren i Rem Offshore ASA mottar 6.000.000 A- og 6.000.000 B-aksjer i Solstad Offshore ASA i vederlag for de aksjer som er tegnet i kontantemisjonen før fusjonen. For de mottatte B-aksjene har hovedaksjonæren mottatt en vederlagsfri salgsoption med innløsningsrett på kr. 12,50 fra Aker Capital AS. Opsjonen kan benyttes i perioden 365-395 dager etter at fusjonen er gjennomført. Opsjonsverdien må ses i sammenheng med vederlaget. Det avtalte oppgjøret i A-aksjer og salgsoptionen har fremkommet gjennom forhandlinger mellom hovedaksjonæren og Aker Capital AS samtidig som det har vært begrensede alternativer. (...)*
- iv) Markedskursen i dag er høyere enn det som ble lagt til grunn for bytteforholdet. Dette kan helt eller delvis skyldes mulige fremtidige synergier som kan realiseres etter fusjonen.»*

KWC er likevel av den oppfatning at «ingen av de ovennevnte punktene sannsynliggjør et annet verdiutgangspunkt enn det som er presentert i fusjonsplanen, og som ligger til grunn for vederlaget til Rem Offshore ASAs aksjonærer.» Konklusjonen er begrunnet i at verddivurderingene og bytteforholdet er basert på bruk av verdsettelsesmetoder som er vanlige i situasjoner hvor det foreligger «*financial distress*», og KWC anser dette grunnlaget, de gjennomførte vurderinger og de forutgående forhandlinger for å gi den mest korrekte verdsettelse av verdier i REM og Solstad. Det konkluderes dermed med at vederlaget er rimelig og saklig begrunnet.

5.2 Børsens undersøkelser

Markedsovervåkingen ved Oslo Børs undersøker rutinemessig alle forhold i børsnoterte selskaper som potensielt kan innebære brudd på likebehandlingsregelen. Etter Selskapets børsmedling av 27. juni 2016 der Selskapet annonserte den fremforhandlede refinansieringsløsningen, sendte børsen den 30. juni en henvendelse til Selskapet (*vedlegg 1.1*). Selskapet ble der bedt om en kronologisk redegjørelse for de prosesser som førte frem til restruktureringsløsningen, herunder hvilke andre alternativer som hadde vært diskutert, og hvilke vurderinger man hadde gjort i forhold til likebehandling. Oslo Børs mottok svar fra Selskapet den 7. Juli (*vedlegg 1.2*).

Etter at Fusjonen ble annonsert den 28. juli, fulgte børsen den 30. august opp med en ny henvendelse til Selskapet (*vedlegg 1.3*). Børsen hadde i forespørselen flere oppfølgingsspørsmål knyttet til restruktureringsløsningen, herunder om emisjonskurs og bakgrunn for struktur. Selskapet ble også bedt om å redegjøre for bakgrunnen for tildeling av ulike vederlagsaksjer i Fusjonen, salgsoptionen til Hovedaksjonær, og Selskapets vurderinger av likebehandling i den forbindelse. Videre ble Selskapet bedt om å fremlegge alle styreprotokoller fra perioden mars til og med august 2016, samt tilhørende dokumentasjon fremlagt for styret som vedgikk Restruktureringen eller Fusjonen. Oslo Børs mottok Selskapet svar og dokumentasjon den 6. september (*vedlegg 1.4*). Børsen sendte en oppfølgende forespørsel den 23. september (*vedlegg 1.5*), og mottok svar den 29. september (*vedlegg 1.8*). Selskapet har senere fulgt opp med dokumentasjon og ytterligere informasjon i e-post datert 12. oktober (*vedlegg 1.10*).

Børsen hadde den 17. august et møte med nest største aksjonær i selskapet, Olympic, på deres forespørsel. I møtet fremførte Olympic sine synspunkter om Restruktureringen og Fusjonen. Oslo Børs redegjorde generelt for børsens regel knyttet til likebehandling, og hvordan børsen kontrollerer

og håndhever etterlevelsen at denne, herunder sanksjonsregimet ved et eventuelle brudd. Oslo Børs har videre blitt tilsendt et kopi av et brev fra Olympic til REM av 12. september, der Olympic retter innsigelser mot Restruktureringen og Fusjonen (*vedlegg 6.1*).

Den 21. oktober oversendte børsen Selskapet et forhåndsvarsel om mulig sanksjon for brudd på reglene om likebehandling av aksjonærer, med administrasjonens foreløpige vurderinger i saken vedlagt (*vedlegg 1.12*). Selskapet oversendte sitt tilsvaret innen utløpet av fristen 1. november, sammen med noe ytterligere dokumentasjon (*vedlegg 1.14*).

Utover det overnevnte har det vært noe løpende korrespondanse mellom Oslo Børs og Selskapets juridiske rådgiver Wikborg Rein vedrørende dokumentasjon og oppfølgingsspørsmål (*vedlegg 1.6, 1.7, 1.9, 1.11, 1.13, 1.15, 1.16, 1.17 og 1.18*).

5.3 Nærmere om Selskapets prosesser og saksbehandling

Basert på informasjon innhentet fra Selskapet i forbindelse med børsens undersøkelser, legger børsen til grunn følgende om prosessene som ledet opp til REM-styrets og generalforsamlingens beslutninger om henholdsvis Restruktureringen og Fusjonen:

5.3.1 Prosessen som ledet opp til annonseringen av restruktureringsforslaget

- Selskapet starter i tidlig mars restruktureringsarbeidet og engasjerer ABG Sundal Collier («ABG») som finansiell rådgiver og Wikborg Rein som juridisk rådgiver. I styreprotokoll fra styremøte avholdt 31. mars fremgår det at administrerende direktør Åge Remøy orienterer styret om at administrasjonen har oversendt tallgrunnlag og at ABG er godt i gang med modelleringsarbeidet (*vedlegg 2.1*).
- Selskapet har opplyst at Bankene for første gang blir kontaktet den 22. april med sikte på å presentere utfordringene for disse. Selskapet har videre opplyst at det i slutten av april diskuterer en modell, som for egenkapitalen inkluderer at det skal hentes inn friske penger. Basert på erfaringer med andre restruktureringer velger Selskapet en modell der ny egenkapital hentes inn for (i) å betale tilbake deler av obligasjonslånet mot at vilkårene for dette lettes; og (ii) å kapitalisere opp gruppen.
- Fra 1. mai overtar tidligere finansdirektør Arild Myrvoll rollen som administrerende direktør etter Åge Remøy.
- Den 11. mai har Selskapet fullført analysen av de sikrede lånene og deres posisjoner. Selskapet kontakter deretter Bankene og forhandler om avdragslettelse. Planen forutsetter at det skal tilføres ny kapital som skal benyttes til å kapitalisere de underliggende datterselskaper hvor Bankene har sine engasjementer.
- Den 18. mai avholdes det styremøte (*vedlegg 2.3*). Til stede i styremøtet er styreleder Peter D. Knudsen, styremedlemmene Maria Remøy Aurvåg, Fredrik Remøy og Inger-Marie Sperre, samt administrerende direktør og finansdirektør. Fra styreprotokoll hitsettes; «*Adm. Dir. redegjorde for pågående prosess om å refinansiere konsernet. Det har vært avholdt en rekke møter mellom bankene, og obligasjonsholdere. På bakgrunn av de tilbakemeldinger selskapet har fått er det forsøkt å skru sammen en skisse til løsning. (...) Det er krevende å møte alle særinteressene i en refinansiering. Posisjonering mellom bankene kan være en utfordring. Obligasjonseiere har ulike synspunkter, og ikke lett å finne en fellesnevner på de tilbakemeldinger som gis. Det jobbes videre i tett samarbeid med ABG og WR. Målsettingen*

er å få på plass en endelig skisse med virkning fra 01.07.2016.» Etter dette fatter styret følgende vedtak: «Informasjonen tas til etterretning. Styret ønsker å holdes løpende orientert om prosessen, og ønsker ukentlige oppdateringer. Styret er opptatt av at alle interesser ivaretas, dette gjelder aksjonærer, banker og obligasjonseiere.»

- Fra 18. mai skjer det endringer i styret, Maria Remøy Aurvåg og Fredrik Remøy går ut, mens Åge Remøy innsettes som styrets leder.
- Neste styreprotokoll børsen har fått forelagt gjelder styremøte avholdt 12. juni (*vedlegg 2.4*). Styrets leder Åge Remøy og styremedlemmene Peter D. Knudsen og Inger-Marie Sperre deltar i møtet. I tillegg deltar administrerende direktør og finansdirektør. Det fremgår av protokollen at styret i forkant av møtet har blitt forelagt utkast til Masteravtalen. I møtet redegjør ledelsen for kontakten med representanter for obligasjonseiere og Bankene. Om dialogen med Vard fremgår det: «*Det har ikke vært dialog med Vard den siste tiden. Det er innarbeidet i skissen at Vard skal motta 4 % av selskapet som kompensasjon for kansellering av byggekontrakten. Hele skissen blir basert på at vi også finner frem til en avtale med Vard.*»
- Selskapet har opplyst at det i medio juni fører dialog med Hovedaksjonæren om tilførsel av ny egenkapital. På bakgrunn av tilbakemeldinger fra Bankene øker bidraget fra Hovedaksjonæren i skissen fra NOK 50 million til NOK 150 millioner hvor det er lagt opp til at NOK 60 skal benyttes til å kjøpe tilbake usikret gjeld, og resten av beløpet skal benyttes til drift/oppkapping av Selskapet.
- Den 22. juni avholdes det nytt styremøte i REM (*vedlegg 2.5*). I styremøtet deltar styrets leder Åge Remøy, i tillegg til styremedlemmene Peter D. Knudsen og Inger-Marie Sperre samt administrerende direktør. Det er i forkant av møtet sendt ut en presentasjon av Restruktureringen, samt forslag til Masteravtalen som gjennomgås av administrerende direktør. Det fremgår at Selskapet forventer en omforent løsning med Vard innen kort tid. Videre fremgår det at de fremforhandlede forslag mellom Selskapet og Bankene forutsettes godkjent i de respektive kredittkomiteer, og at forslagene til løsning med obligasjonseierne skal behandles i obligasjonseiermøtet. Styret treffer følgende vedtak: «*Styret slutter seg til Master Agreement, og mener den fremforhandlede skissen gi en balansert løsning mellom bank, obligasjonseiere og aksjonærer. Adm. Dir. gis fullmakt til å signere avtalen og andre nødvendige dokumenter for å effektivere Master Agreement.*»
- Den 27. juni sender administrerende direktør en e-post til styret hvor det fremgår (*vedlegg 1.16*): *Vard kom i dag på plass. [Bank] har også hatt saken igjennom den første komiteen, med vedtak som innstilt. Vi sender da børsmelding på refinansiering kl. 18.00 i dag. Styret må gjøre noen vedtak fremover, vedlagt følger utkast til protokoll på vedtak som må gjøres innen kort tid.*» Den omtalte protokollen gjelder styrets forslag til vedtak på generalforsamlingen om blant annet å godkjenne de nødvendige kapitalforhøyelser mot Hovedaksjonær, Vard og Obligasjonseiere, som forutsettes gjennomført i restruktureringsløsningen. Det er lagt opp til at denne skal behandles som et sirkulasjonsvedtak. Deltakere er styreleder Åge Remøy, samt styremedlemmene Inger Marie Sperre og Peder D. Knudsen. Innledningsvis i protokollen fremgår at Åge Remøy anses inhabil i forhold til behandlingen av sak 4 på dagsorden som vedrører den rettede emisjonen mot ham/selskaper han kontrollerer (*vedlegg 1.16*).

5.3.2 **Kanselleringsavtale med Vard og sideavtale mellom Åge Remøy og Vard**

I dokumentasjonen oversendt til Oslo Børs fra Selskapet inngår «Cancellation Agreement for the Ship Building Contract» («Kanselleringsavtalen») mellom Vard (the «Builder»), REMs datterselskap Rem Supply (the «Owner») og REM («the Guarantor») av 28. juni 2016. Av Kanselleringsavtalen fremgår at nybyggkontrakten skal kanselleres mot at Vards fordring konverteres til en aksjeandel i REM tilsvarende 4 % på fullt utvannet basis, uten å inkludere aksjer som Vard allerede eier i REM (*avtalen følger som vedlegg til Masteravtalen, inntatt som vedlegg 3.2*).

Vedlagt avtalen ligger «Side Letter to Cancellation Agreement» («Sideavtalen») inngått mellom Åge Remøy og Vard (*avtalen følger som vedlegg til Masteravtalen, inntatt som vedlegg 3.2*). I Sideavtalen har Åge Remøy pådratt seg visse forpliktelser som Vard har satt som betingelse for aksept av Kanselleringsavtalen. Blant annet fremgår det at Rem Supply skal bli oppkapitalisert med NOK 32 millioner i kontanter fra REM, og at dette skal skje uten at Vards eierandel i Rem Supply på 26.66 % utvannes, og uten at Vard er forpliktet til å skyte inn penger eller på annen måte bidra i en slik oppkapitalisering. I avtalen garanterer Åge Remøy personlig for at en oppkapitalisering fra REM skal finne sted. Et brudd på en slik garanti skal innebære at Åge Remøy enten (i) besørger en gjennomføring av en emisjon i Rem Supply som beskrevet, eller ii) betaler Vard NOK 8.531.200, i tillegg til enhver kostnad påført Vard ved et slikt brudd. Det fremgår av vedlegg til Masteravtalen at deler av emisjonsprovenyet til REM fra den rettede emisjonen mot Åge Remøy skal benyttes til en oppkapitalisering av Rem Supply på NOK 32 millioner som forutsatt i Sideavtalen (*vedlegg 3.2*).

5.3.3 **Prosessene som ledet frem til fusjonen**

- Selskapet har opplyst at det ble kjent med Akers posisjon i REM04 i begynnelsen av juli, etter første annonsering av restruktureringsplanen. I tiden etter dette foregår det sonderinger mellom Selskapet og Akers representanter opp mot obligasjonseiermøtene, som er planlagt avholdt 18. juli.
- Den 5. juli 2016 blir det avholdt styremøte i Selskapet (*vedlegg 2.6*). I styremøtet deltar styreleder Åge Remøy, og styremedlemmene Peter D. Knudsen og Inger Marie Sperre, samt administrerende direktør. Av styreprotokollen fremgår det at styret innledningsvis drøfter styreleders habilitet. Styreleder fratrer i drøftelsen. Av protokollen fremgår det videre at styret ikke anser at «Åge Remøy skal fratres som inhabil i den videre drøftelsen i saken som er beskrevet i agendaen». Av styreprotokollen fremgår det deretter at Aker muntlig har kommunisert til selskapet at de har en plan om at REM skal konsolideres med Solstad, og at Aker har sendt Selskapet og dets rådgivere en skisse hvor det fremgår hvordan Aker ser for seg at skipene skal driftes. Aker har kommunisert til Selskapet at de er negative til at Åge Remøy med familie skal eie over 50 % av REM etter Restruktureringen da dette vil legge begrensninger på omsetteligheten og interessen i aksjen fremover. Styret er av den oppfatning at Aker må fremlegge en mer detaljert og konkret skisse for hvordan et samarbeid og videre drift og utvikling er tenkt, og er inntil videre innstilt på å avholde obligasjonseiermøtet den 18. juni. Styret oppfordrer for øvrig administrasjonen og styrets leder til å gå i dialog med Aker for å avklare alternative utfall.
- Den 11. juli 2016 avholdes nytt styremøte per telefon (*vedlegg 2.7*). I styremøtet deltar styreleder Åge Remøy, og styremedlemmene Peter D. Knudsen og Inger Marie Sperre, samt administrerende direktør Arild Myrvoll. I møtet blir styret informert om at Selskapet kan forvente et utspill fra Aker rundt 14. juli 2016. Styret er opptatt av at dette vil innebære at styret får lite tid til å gjøre en grundig vurdering av Akers utspill før obligasjonseiermøtet skal avholdes. Av protokollen fremgår det videre at styret er av den oppfatning at den

fremforhandlede restruktureringsløsningen er en god og balansert løsning for Selskapets kreditorer. Selskapets hovedaksjonær har bekreftet at han vil stille nødvendig kapital tilgjengelig. Styret påpeker at det derfor er lite ønskelig å starte en prosess som gjør at denne må reforhandles.

- I et styremøte avholdt fredag 15. juli 2016 behandler styret tilbudet fra Solstad/Aker (vedlegg 2.8). I styremøtet deltar styreleder Åge Remøy, og styremedlemmene Peter D. Knudsen og Inger Marie Sperre, samt administrerende direktør Arild Myrvoll, finansdirektør Ola Beinnes Fosse og Selskapets finansielle rådgiver Arild Engh fra ABG. Styremøtet gjennomføres per telefon. Fra protokollen hitsettes:

«Styrets leder informerte om forslag til avtale som er mottatt fra Aker. Avtalen går i korte trekk ut på at Aker bidrar i obligasjonseiermøte til å stemme gjennom forslaget som det foreligger. Alle punkter i refinansierings skissen til Rem blir så gjennomført. I etterkant fusjoneres Rem Offshore ASA med et 100 % eid datterselskap av Solstad Offshore ASA, og aksjonærene i Rem Offshore ASA får oppgjør i aksjer i Solstad Offshore ASA. Administrasjonen og Åge Remøy (som aksjonær) har gitt tilbakemeldinger på avtalen, som er sammenfallende. Det er to hovedpunkter som er problematiske. (i) I skissen mottar Rem aksjonærene B-aksjer i Solstad. (ii) Rem ønsker å sikre fremtidig drift av mer enn PSV skip fra Fosnavåg. Punkt (i) er meldt tilbake til Aker, og det sonderes mulighetene for å gjøre endringer. Vedr punkt (ii) har administrasjonen fått muntlig tilbakemelding på at Rem også kan få tildelt drift av AHTS skip om Solstad lykkes i å sikre flere selskaper/skip.»

Styret er opptatt av at likebehandling av aksjonærene ivaretas så langt det er mulig innenfor det gitte handlingsrommet. At Rem aksjonærene skal motta B-aksjer anses som ikke tilfredsstillende for selskapets aksjonærer og obligasjonseiere. Men samtidig kan situasjonen med å få nedstemt skissen mandag gi et enda dårligere utfallsrom for obligasjonseierne, Vard og de øvrige aksjonærene og vil ikke være i selskapets og aksjeeiernes interesse. Styret søker imidlertid med bistand av rådgiverne å etablere en løsning som er bedre for øvrige obligasjonseiere og eksisterende aksjeeiere.

Det er ikke gjennomført noen grundig vurdering av bytteforholdet. Men det er nylig gjennomført en emisjon i Solstad, og det vil også bli gjennomført en kapitalforhøyelse i Rem. Kursene dette gjøres til danner et utgangspunkt for å sette et bytteforhold. Styret har ikke noen prinsipielle innvendinger til utgangspunktet.»

Styret konkluderer deretter med at obligasjonseiermøtet skal avholdes som forutsatt, under henvisning til at Aker ikke har fremlagt noen alternativ plan for Selskapet og refinansieringen.

- Mellom fredag 15. og mandag 18. juni fortsetter dialogen med Aker, herunder diskusjonene rundt vederlagsstruktur i Fusjonen. Børsen har blitt forelagt følgende sms-dialog mellom styremedlem Peter D. Knudsen og en sentral aktør i Aker som skal ha funnet sted lørdag 16. juli (vedlegg 1.16):

Styremedlem Knudsen skriver:

«
[Redacted text]
»

I svar fra representanten fra Aker samme dag blir følgende meddelt:

«
[Redacted]
»

Styremedlem Knudsen melder så tilbake samme dag:

«
[Redacted]
»

- Børsen har også blitt forelagt et notat datert 16. juli fra Wikborg Rein, som etter det opplyste ble utarbeidet for administrasjonen i Selskapet (vedlegg 1.4). Notatet beskriver en struktur der vederlagsaksjene består av ordinære A-aksjer, B-aksjer med begrenset stemmerett og C-aksjer med en rett til konvertering til A-aksjer på det vilkår at innehaver stemmer likt med Aker i alle forhold i Solstad vedrørende kapitalforhøyelser og styrevalg. Det fremgår da at C-aksjene er tenkt allokert til Remøygruppen som vederlag for de aksjene Remøygruppen mottar ved tilførsel av ny egenkapital i Selskapet (og mulig også obligasjonseiere som følge av konvertering av gjeld). I notatet vurderes likebehandling i forhold til eksisterende aksjonærer i REM og Solstad opp mot en slik vederlagsstruktur. Av notatet fremgår det:

«Vi oppfatter at Oslo Børs aksepterer at påtrengende kapitalbehov kan utgjøre legitime grunner for forskjellsbehandling. I dette tilfellet peker vi på at betingelsene ikke er stilt av Selskapets hovedaksjonær, men i hovedsak en konsekvens av kreditorenes, herunder Akers, posisjon i Selskapet og SOFF. Selskapets oppfatning er dermed at tildeling av C-aksjer til aksjonærer som stiller med ny kapital vil kunne utgjøre saklige grunner. Dette omfatter både krav fra obligasjonseierfelleskapet og Remøygruppen, da begge deltakelse er nødvendige for å sikre Selskapets fremtidige drift. Selskapet er som nevnt av den oppfatningen at egenkapitalen vil være tapt dersom den foreslåtte løsning ikke gjennomføres. Hensynet til Selskapets kreditorer er etter Selskapets oppfatning et lovlig hensyn og i Selskapets situasjon veier denne vurderingen tungt. I lys av dette kan det etter Selskapets oppfatning at allokering av C-aksjer til aksjonærer som bidrar med ny kapital er ikke "klart usaklig, grovt urimelig eller om det er tatt utenforliggende hensyn".»

- Videre har børsen blitt forelagt en e-post datert søndag 17. juli (vedlegg 1.16). E-posten er sendt fra Selskapets advokat til Åge Remøy, samt administrerende direktør og finansdirektør i Selskapet søndag ettermiddag. Fra e-posten hitsettes;

«Vedlagt oversendes

- 1. Mail mottatt fra Akers advokat sent i går kveld med avtaleutkast og PPT som beskriver B-aksjene de foreslår. Forslaget inneholder en del rent praktiske forslag samt ett nytt kommersielt element: Kun B-aksjer til alle aksjonærer i REM Offshore ASA, men med rett til konvertering til A-aksjer dersom man ikke dobler verdien 2 år (pkt. 2.4).*
- 2. Vår mark-up mot forslaget fra Akers advokat, med alle de endringer vi fikk beskjed om å ta inn i dagens telefonkonferanse med Selskapet. Dette sendes i to varianter: «Versjon A-aksjer til alle», som følger de instruksjoner vi fikk fra styreformann Remøy i callen i morges og «Versjon B-konvertert til A», som følger undertegnede forslag om forskjellsbehandling mellom de som konverterer gjeld og de som kommer med kontante penger i emisjonen i REM Offshore ASA.*

Det har vært drøftelser mellom Reite og Engh i ettermiddag, delvis med deltakelse fra oss, hvor det har vært drøftet andre modeller. Engh opplyste nettopp på telefonen at Reite hadde kommet tilbake til ham og sagt at det var den oversendte (AAECO-#337309-v12> (Vedlagt) som var et eneste Aker/SOFF ville tilby. (...).

I tråd med den strategi som ble diskutert i helgen, og som også er avstemt med ABG så oversender vi den avtaleversjonen Selskapet instruerer oss om å bruke til Aker i kveld, med beskjed om at alle Remøyselskapene og SMN står bak og vil undertegne denne. Samtidig avises Akers ultimatum og valget faller til Aker om de vil stemme ned forslaget i obligasjonseiermøtet. Vennligst se igjennom de vedlagte mark-up's så raskt som mulig, kom med evt. rettelser, og gi oss en endelig instruks om hvilken av de to variantene vi skal sende. (Vi går ut fra at det er den som heter «A-aksjer til alle», men vi spør en siste gang for ordens skyld.)

Vi sender denne mailen samtidig også til den finansielle rådgiver og til SMN, for å være sikker på at alle får sagt sitt.

Som avtalt sender vi innkalling til bankcall kl. 14:30 i morgen, for orientering om utfallet av obl.eiermøtet, og diskusjon av evt. videre skritt.»

- Det er opplyst at ovennevnte e-post ikke ble besvart av Åge Remøy eller administrasjonen, og at Aker dermed heller ikke fikk noen tilbakemelding på sitt avtaleutkast. I stedet fortsetter diskusjonene rundt Akers avtaleutkast i styremøter påfølgende dag, dvs. mandag 18. juli, samme dag som obligasjonseiermøtene skal avholdes kl 13.00. Det første styremøtet avholdes per telefon om morgenen kl 11.00 (vedlegg 2.9). I møtet deltar styrets leder Åge Remøy, og styremedlemmene Peter D. Knudsen og Inger-Marie Sperre, samt administrerende direktør og finansdirektør. Fra styreprotokollen hitsettes:

«Obligasjonseiermøte skal avholdes kl 13.00, og styret ønsker å få en siste oppdatering på status i forkant av møtet. Styret ønsker spesielt å bli oppdatert på dialogen som har vært gjennom helgen. Adm. Dir. opplyste at det hadde vært liten fremgang i løpet av helgen. Det har fra selskapets side vært fremsatt et krav om at alle aksjonærene i Rem må likebehandles ved en fusjon med Solstad, og således motta a-aksjer i Solstad ved en fusjon. Dette har administrasjonen ikke lyktes med å få gjennom hos Aker/Solstad. Dette er hovedpunktet som er utestående.»

Videre fremgår det at Selskapets advokat har hatt innspill på at han tror det kan være mulig å få til en løsning hvor den nye kapitalen som kommer inn kan motta B-aksjer, som på et senere tidspunkt konverteres til A-aksjer (forutsatt at det stemmes likt med Aker i kapitalforhøyelser og valg av styre). Om dette innspillet fremgår det at «(s)tyret i Rem mener det er utfordrende med en skisse som forskjellsbehandler aksjonærene, og kan stille hovedaksjonæren i dårlig lys. Hovedaksjonær har tidligere gitt uttrykk for at han er komfortabel med å inngå en avtale om å stemme likt med Aker i kapitalforhøyelser, men en slik avtale må være tidsbegrenset.» Videre diskuterer styret enkelte utestående punkter knyttet til drift i Fosnavåg og behov for bedre beslutningsgrunnlag basert på fakta om refinansieringen av Solstad. Styret konkluderer med at det på det aktuelle tidspunktet ikke er noen omforent avtale med Aker og Solstad, som kan medføre at obligasjonseiermøtet stemmer ned forslag til refinansiering.

- Senere samme dag kl. 14.15 behandler styret per telefon et nytt tilbud fra Solstad/Aker (*vedlegg 2.10*). I møtet deltar styrets leder Åge Remøy, og styremedlemmene Peter D. Knudsen og Inger-Marie Sperre, samt administrerende direktør og finansdirektør. Obligasjonseiermøtene har blitt utsatt til kl 15.00 som følge av at Aker fremsatte sitt nye tilbud umiddelbart før obligasjonseiermøtet opprinnelig skulle avholdes. I det oppdaterte tilbudet fra Aker kan den nye kapitalen som skal tilføres Selskapet tilbys A-aksjer i Solstad. Fra protokollen hitsettes:

«Hovedaksjonær er fremdeles av den oppfatning at alle aksjonærer bør likebehandles, og har gitt tilbakemelding på at han aksepterer en løsning der alle Rem aksjonærer mottar a-aksjer i det fusjonerte selskapet. Forhandlingene er nå på overtid, og situasjonen er stresset. (..) Styret er av den oppfatning at de kan vurdere å akseptere denne forskjellsbehandlingen av aksjonærene da det alternative utfallsrommet er uoversiktlig. Styret er også klar på at det ikke er noe konkret å ta stilling til så lenge dette ikke er et alternativ for hovedaksjonær. I den foreliggende skisse er det en forutsetning at hovedaksjonær skal bidra med MNOK 150 i ny egenkapital, og er ikke kapitalen på plass har ikke styret noe handlingsrom. Det har også i løpet av de siste minuttene blitt spilt inn fra Aker at hovedaksjonær fra Rem kan få en rett til å selge halvparten av aksjene han tegner i Rem-emisjonen til Aker til emisjonskurs (..). Innspillet kommer sent, og det foreligger ikke mer av detaljer/forutsetninger. Det er derfor umulig for hovedaksjonær å ta stilling til dette få minutter før avstemming. Ingen av forslagene som ble fremlagt på slutten ble formidlet skriftlig.» Styret treffer deretter følgende vedtak: «Informasjonen tas til etterretning. Styret er også av den oppfatning at de kan akseptere noe forskjellsbehandling så lenge det er bedre enn alternativene.»

- I en e-post av samme dag lagt frem for Oslo Børs, videresender Selskapets advokat helgens korrespondanse mellom advokaten og Åge Remøy og Selskapets administrasjon, vedrørende Akers avtaleutkast, til styremedlemmet Peter D. Knudsen (*vedlegg 1.16*). Fra e-posten hitsettes:

«Takk for samtale. Vedlagt oversendes den mailen vi sendte selskapet ved styrets formann og CEO igår kl. 1855. Den fikk vi aldri noe svar på, og det ble således ikke gitt noe svar til Aker vedrørende Akers forslag fra lørdag kveld (nederst). Som du vil se så er det nederste forslaget identisk med det Aker sa fra om kl 12:59 i dag at de ville akseptere. Det er selvsagt mulig for deg og adv. Sperre å ha en call med meg når dere måtte ha et passende tidspunkt felles. Jeg hører fra deg.»

Det fremgår i svaret at styremedlem Knudsen ønsker en telefonsamtale med Selskapets advokat og styremedlemmet Inger-Marie Sperre kl 18.00.

- Senere på kvelden kl. 19.00 avholdes et nytt styremøte over telefon der det redegjøres grundigere for prosess og dialog gjennom helgen og mandagen (*vedlegg 2.11*). Deltagere er Åge Remøy, Peter D. Knudsen, Inger-Marie Sperre, samt administrerende direktør og finansdirektør. Innspillene fra Aker blir også diskutert og gjennomgått grundigere. Fra styreprotokollen fremgår: «For å unngå en uavklart og uforutsigbar situasjon for selskapet ser Styret at det er nødvendig med en forskjellsbehandling for å sikre videre drift. Og at en forskjellsbehandling kan gi bedre utfall for aksjonærer, obligasjonseiere, Vard og bankene enn alternativene.» Det fremgår deretter at «administrasjonen og hovedaksjonær er innstilt på å fortsette dialogen med Aker for å avklare mulighetene for en omforent avtale som kan være akseptabel for styret og hovedaksjonær.»

- Selskapet har opplyst at det parallelt med forhandlinger med Aker/Solstad i perioden fra 18. juli til 21. juli 2016 ble gjennomført en analyse av Selskapets handlingsrom med Selskapets administrasjon, styrets formann Åge Remøy og Wikborg Rein som Selskapets juridiske rådgiver. Selskapet har i redegjørelse til børsen (*vedlegg 1.4*) opplyst at følgende alternativer ble analysert og drøftet i den forbindelse, i tillegg til scenariet hvor man forhandlet videre med Aker:

– «Newco»-struktur

[Redacted text block]

Tilbakekjøp av REMO4

[Redacted text block]

– Begjære oppbud i REM.

[Redacted text block]

- Nytt styremøte avholdes 21. juli (*vedlegg 2.12*). I styremøtet deltar styrets leder Åge Remøy og styremedlemmene Peter D. Knudsen og Inger-Marie Sperre, administrerende direktør og finansdirektør, samt Selskapets advokater. I styremøtet redegjøres det for administrasjonens, styreleders og rådgivernes analyser av handlingsalternativene, jf. over. Styret forelegges videre Newco-alternativet, og et alternativt forslag fra Aker der Aker vil skyte inn halvparten av de NOK 150 millioner som Åge Remøy skal tilføre Selskapet under det opprinnelige forslaget. Styret tar redegjørelsen rundt Newco-strukturen til etterretning. Videre diskuteres nærmere forhold knyttet til Akers fusjonsforslag, herunder hensynet til kreditorinteressene. Styret beslutter at det skal gjennomføres telefonmøter med enkelte av de sikrede kreditorene for en nærmere avklaring påfølgende dag med etterfølgende styremøte.

I forkant av styremøtet er det lagt frem et notat utarbeidet av Wikborg Rein vedrørende habiliteten til Åge Remøy i den videre prosessen (*vedlegg 1.10*). I følge notatet anses Åge Remøy inhabil i behandlingen av Newco-alternativet, og det habile styret må derfor gis anledning til å drøfte og konkludere om dette alternativet uten at Åge Remøy er tilstede. I notatet skriver Wikborg Rein generelt om habilitet i forbindelse med emisjonen rettet mot styremedlemmer at «I de tilfeller der et spørsmål om å rette emisjonen mot styremedlemmet alene, er interessemotsetningen sterk. Særinteressen er følgelig i denne situasjon

'fremtredende', slik at styremedlemmet etter asal § 6-27 (1) ikke kan delta i spørsmålet.»
Wikborg Rein konkluderer videre i notatet med at Åge Remøy er inhabil ved styrets utredning av alternative kapitalmodeller til Newco-modellen som ikke omfatter styreleder: «Så lenge det Alternative Restruktureringsforslaget er et alternativ for Selskapet, vil Remøys interesser stå i direkte motstrid mot enhver alternativ kapitalmodell der han ikke omfattes. Remøys personlige interesse i at det Alternative Restruktureringsforslaget gjennomføres kan etter vår oppfatning være motiverende ved de standpunkt han tar med hensyn til de alternative kapitalmodeller som utredes.»

- Selskapets juridiske rådgiver har opplyst at det ikke ble avholdt styremøte den påfølgende dag, 22. juli (vedlegg 1.10). Etter det opplyste ble det «imidlertid avholdt en form for løpende arbeidsmøte gjennom store deler av dagen med styret og hovedeier, dels med administrasjonen og i stor grad med deltakelse fra Selskapets juridiske rådgiver Wikborg Rein.» På ettermiddagen den 22. juli sendte Selskapets advokat ut følgende oppsummering av enigheten til Åge Remøy og øvrige styremedlemmer (vedlegg 2.13):

«Vi viser til det nettopp avsluttede styre og hovedeiermøtet i Rem Offshore ASA, og bekrefter som følger:

Et samlet styre og Hovedeier står bak, og vil - så snart som praktisk formalisere - en avtale med SOFF og Aker om å fusjonere Rem Offshore ASA ((REM,)) og et datterselskap av SOFF, med oppgjør i SOFF-aksjer, etter følgende hovedlinjer:

1. *Det avholdes «mini-DD» for å bekrefte fravær av alvorlige negative forhold på begge sider.*
 2. *Det undertegnes en avtale mellom selskapene, Aker, Åge Remøy og SMN av den type som har vært utvekslet ilt siste uke. (Om hovedvilkår se nedenfor). (Ingen avtale er juridisk bindende før denne er undertegnet av alle parter.)*
 3. *Restruktureringen av REM fullføres i tråd med inngått «Master Agreement».*
 4. *SOFF inngår alle nødvendige avtaler om sin restrukturering.*
 5. *Det inngås fusjonsavtale basert på avtalen nevnt over, som utarbeides av partenes rådgivere i fellesskap. Bytteforholdet blir slik det fremgår i siste utkast fra Wikborg, Rein & Co (Kr. 0,87/kr.12,50).*
 6. *Det avholdes nytt obligasjonseiermøte i REM04 med tilstrekkelig positivt resultat (Aker stemmer for)*
 7. *Prinsippene om fordeling av operativt ansvar mellom fusjonspartnerne blir som i pkt. 4.2 i siste utkast fra Wikborg, Rein & Co.*
 8. *Forza AS nominerer et styremedlem som velges inn i SOFFs styre i den GF som vedtar fusjonen.*
 9. *Prosessene trygges så rast som mulig, og slutføres så snart forutsetningene er til stede.*
 10. *Det inngås samtidig en avtale mellom Aker og Forza AS, som - sammen med avtalen nevnt i pkt. 2 over - sikrer at den endelige fordeling av vederlagsaksjene i SOFF blir som følger:*
 - a. *(i) Forza AS blir sittende med kr. 75 mill i A-aksjer, uten restriksjoner*
 - b. *(ii) Forza AS blir sittende med kr. 75 mill i B-aksjer som i perioden mellom 12 og 13 måneder etter utstedelse kan puttes på Aker til kostpris.*
 - c. *Øvrige Aksjonærer i REM mottar B-aksjer (for kr. 150 mill til kurs 0,87).*
 11. *A-aksjer og B-aksjer i SOFF har identiske økonomiske rettigheter, men B-aksjer har 1/10 av stemmevekten av A-aksjene.»*
- Som følge av at det etter det opplyste ikke avholdes ytterligere styremøter i forkant inngåelsen av Fusjonsavtalen den 27. juli, legger børsen til grunn at styret i den beskrevne

prosessen den 22. juli også traff det endelige styrevedtak om å inngå Fusjonsavtalen eller gi administrasjonen fullmakt til å inngå denne. Som følge av at det ikke foreligger styreprotokoll, har børsen også begrenset innsikt i de diskusjoner, synspunkter og vurderinger styret la til grunn for sine beslutninger. Selskapets rådgiver har opplyst at «*de samme vurderinger som var oppe i styremøter den 18. juli og 21. juli knyttet til likebehandling og habilitet var del av diskusjonen også den 22. juli. Styret diskuterte inngående, men fastholdt vurderingen om at utfallet representerte en forskjellsbehandling som måtte godtas av hensyn til selskapets og aksjonærfelleskapets felles interesser, ettersom det ikke forelå noe realistisk alternativ som ville være bedre for aksjonærfellesskapet.*»

- Neste styremøte avholdes ca. en måned etter inngåelse av Fusjonsavtalen, den 25. august (vedlegg 2.14). I styremøtet deltar styrets leder Åge Remøy og øvrige styremedlemmer Peter D. Knudsen og Inger-Marie Sperre, samt administrerende direktør. Etter det opplyste blir utkast til protokoller fra styremøter avholdt 22. juni 2016, 5. juli 2016, 11. juli 2016, 15. juli 2016, 18. juli 2016 (3 stk), 21. juli 2016 og 22. juli 2016 forelagt styret. Det blir foretatt noen endringer før protokollene blir godkjent og signert. I styremøtet drøftes det forestående obligasjonseiermøtet som skal avholdes 6. september. Det orienteres om at det fremdeles er litt motstand til fusjonen blant enkelt større obligasjonsinvestorer. Dette går i all hovedsak på to forhold: (i) at de mottar B-aksjer i Solstad, og (ii) at de er redd for verdioverføring over tid fra REM til Solstad som vil redusere sannsynligheten for fullt oppgjør på det «nye obligasjonslånet» i REM.
- Børsen har fått forelagt en e-post som styremedlem Peter D. Knudsen sendte en etter det opplyste toneangivende obligasjonseier den 26. august (vedlegg 1.16). I e-posten redegjør Knudsen for prosessen som ledet frem mot fusjonsavtalen, og oppfordrer deretter vedkommende til å forsøke å påvirke Aker/Solstad til å akseptere likebehandlingsprinsippet som basis for bytteforholdet. Fra e-posten hitsettes:

«



»





- Neste styreprotokoll børsen har blitt forelagt er fra 8. september, og gjelder styrebehandlinger per sirkulasjon (*vedlegg 2.15*). Styret tiltrer her Fusjonsplanen, og treffer vedtak om forslag som skal legges frem for generalforsamlingen i forbindelse med godkjenning av Restruktureringen og Fusjon. Styrets leder Åge Remøy anses inhabil i forhold til vedtak knyttet til forslag om den rettede emisjonen mot ham som skal gjennomføres som ledd i Restruktureringen, men anses for øvrig ikke som inhabil i forhold til øvrige vedtak vedrørende kapitalforhøyelser og fusjon.

6. Rettslig grunnlag

6.1 Likebehandlingsprinsippet

Det verdipapirrettslige likebehandlingsprinsippet fremgår av verdipapirhandelloven § 5-14 som lyder:

- (1) Utstedere av finansielle instrumenter opptatt til handel på norsk regulert marked, skal likebehandle innehaverne av deres finansielle instrumenter. Utsteder må ikke utsette innehaverne av de finansielle instrumentene for forskjellsbehandling som ikke er saklig begrunnet ut fra utsteders og innehavernes felles interesse.*
- (2) I forbindelse med omsetning eller utstedelse av finansielle instrumenter eller rettigheter til slike, må utsteders styrende organer, tillitsvalgte eller ledende ansatte ikke treffe tiltak som er egnet til å gi dem selv, enkelte innehavere av finansielle instrumenter eller tredjemenn en urimelig fordel på bekostning av andre innehavere eller utsteder. Det samme gjelder ved omsetning eller utstedelse av finansielle instrumenter eller rettigheter til slike innen konsern som utsteder inngår i.*

En likelydende regel er inntatt i løpende forpliktelser pkt. 2.1. Mens tilsynet med etterlevelsen av vphl. § 5-14 faller inn under Finanstilsynet, har børsen anledning til å ilegge overtredelsesgebyr ved vesentlige brudd på likebehandlingsregelen i løpende forpliktelser, jf. løpende forpliktelser pkt. 15.4.

Etter bestemmelsens første ledd, første punktum, har utstedere av aksjer notert på norsk regulert marked en plikt til å likebehandle aksjonærene. Dette absolutte og ubetingede kravet til likebehandling blir imidlertid presisert gjennom første ledd, annet punktum; forskjellsbehandling kan aksepteres dersom denne er saklig begrunnet ut fra selskapet og aksjonærenes felles interesser.

Annet ledd inneholder forbud mot at utsteders styrende organer mv. treffer tiltak i forbindelse med omsetning eller utstedelse av aksjene som er egnet til å gi dem selv, enkelte innehavere eller tredjemenn en urimelig fordel på bekostning av andre innehavere eller utsteder. Også begrepet «urimelig» viser til en saklighetsvurdering hvor det må tas stilling til om tiltaket bygger på et saklig forsvarlig grunnlag ut fra hva som er i selskapets og aksjonærenes felles interesse. Saklighetskriteriet innebærer videre at det må stilles krav om en viss forholdsmessighet mellom de fordeler vedtaket er egnet til å medføre for selskapet og aksjonærene samlet sett, og de ulemper som påføres den enkelte aksjonær som følge av tiltaket. I denne sammenhengen vil det blant annet være relevant å vurdere hvilke handlingsalternativer utsteder står overfor.

Det er omstendighetene som forelå på tidspunktet da tiltaket ble truffet som er relevant for vurderingen, jf. «egnet til». Det er således ingen forutsetning at beslutningen faktisk gir noen særfordel så lenge den er «egnet til» å ha slik virkning. Bestemmelsen retter seg mot utsteders forskjellsbehandling, og således beslutninger og tiltak truffet av utsteders styrende organer, tillitsvalgte og ledende ansatte. Styrende organer vil for allmennaksjeselskap typisk omfatte generalforsamling og styret.

Børsen har i børssirkulære 2/2014 behandlet temaer om likebehandling, herunder hvilke vurderinger utsteder bør foreta i forhold til likebehandlingsregelen, og hva børsen legger vekt på i sin kontroll med etterlevelsen av bestemmelsen. Bakgrunnen for sirkulæret var at børsen over en periode hadde observert en utvikling som kunne tilsi at det var rom for ytterligere bevisstgjøring av utstedere og deres styrende organer når det gjaldt de forpliktelser som følger med likebehandlingsregelen. Det pekes i sirkulæret på at et viktig hensyn bak det verdipapirrettslige likebehandlingsprinsipp er vern av minoritetsinteresser, og at nettopp et fungerende minoritetsvern er helt sentralt for å fremme effektive og tillitsvekkende markeder for verdipapirhandel. Det fremholdes i den forbindelse at det må forutsettes at selskaper som gjennom notering på regulert marked velger å invitere småaksjonærer til å bidra med risikokapital, også påtar seg et særlig ansvar for ikke å tilsidesette deres interesser.

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

6.2 Særlig om børsens kompetanse ved prøvingen av skjønnsmessige vurderinger i likebehandlingssaker

Børsstyret har i tidligere saker uttrykt at man som utgangspunkt ikke vil overprøve selskapets vurdering av rimelighet og saklighet, og i tilfelle bare dersom forskjellsbehandlingen er klart usaklig, grovt urimelig eller det er tatt utenforliggende hensyn. Et slikt utgangspunkt har slektskap med de retningslinjer som gjelder for domstolenes prøving av forvaltningens frie skjønn, hvor domstolene anses avskåret fra å overprøve dette frie skjønnnet innenfor reglene om myndighetsmisbruk.

Børsklagenemnden har i en nylig sak om likebehandling i forbindelse med en rettet emisjon i Sparebank1 Østfold Akershus (Børsklagenemndens avgjørelse 3/2015) uttalt seg om børsens prøvingsadgang i saker om likebehandlingsprinsippet. Børsklagenemnden uttaler her:

«Børsklagenemnden vil først vise til at det overordnede rettslige rammeverket ikke oppstiller begrensninger i børsens kompetanse i saker om likebehandlingsprinsippet. Etter loven skal børsen ha en høy faglig kompetanse, ledes av et kollegialt organ, og i sin overvåkningsfunksjon ha en rask og sikker tilgang til informasjon og en særlig nærhet til markedet. Som følge av dette er utgangspunktet ved prøvingen et annet enn ved domstolskontrollen med forvaltningen. Børsklagenemnden vil også bemerke at reglene om domstolens prøving av forvaltningens vedtak har tatt utgangspunkt i

situasjoner hvor forvaltningen har utøvd et fritt skjønn. I denne saken er det tale om å vurdere om et regelbundet krav om likebehandling er oppfylt, hvor samme begrensning i prøvelsesadgangen ikke er naturlig.

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

Børsen forstår uttalelsen dit hen at det som utgangspunkt ikke er rettslige begrensninger knyttet til børsens adgang til å overprøve selskapets skjønnsmessige vurderinger i saker om likebehandlingsprinsippet. Børsklagenemnden er samtidig enig i at det er grunn til å vise en viss tilbakeholdenhet i forhold til prøvingen av de selskapsstrategiske vurderinger som ligger til grunn for en beslutning, men anser at intensiteten i prøvingen vil kunne variere avhengig av det konkrete saksforholdet, herunder begrunnelsen for beslutningen som er fattet og prosessen rundt beslutningen.

Børsen legger til grunn at også tidligere praksis om å utvise tilbakeholdenhet i overprøvingen av selskapets vurderinger bygger på en erkjennelse av at selskapet er nærmest til å vurdere om det foreligger relevante selskapshensyn av strategisk og kommersiell art som kan tilsi at forskjellsbehandlingen er rettmessig. Videre er det børsens erfaring at saker knyttet til likebehandlingsprinsippet er komplekse, og krever omfattende undersøkelser rundt saksforløp, selskapets faktiske situasjon og potensielle handlingsalternativer på tidspunktet for beslutningen. Slik sett vil også ressursmessige prioriteringer til en viss grad legge føringer for intensiteten i den løpende kontroll av likebehandlingsregelen. Børsens sanksjonering i form av overtredelsesgebyr forutsetter videre at det foreligger et vesentlig brudd på løpende forpliktelser, jf. løpende forpliktelser pkt. 15.4.

Alle de nevnte omstendigheter tilsier at børsens arbeid med å forfølge og eventuelt sanksjonere saker knyttet til likebehandling først og fremst konsentreres rundt klare og alvorlige brudd. Med denne begrunnelse vil børsens utgangspunkt også i det videre være å utvise tilbakeholdenhet med å overprøve selskapenes vurderinger av rimelighet og saklighet, med mindre beslutningen tiltaket springer ut av er bygget på utenforliggende hensyn, det foreligger klart usaklig forskjellsbehandling eller tiltaket fremstår som sterkt urimelig.

Når det er sagt vil prøvingens intensitet innenfor rammene av dette utgangspunktet kunne variere avhengig av sakens karakter. Som det fremgår i børssirkulære 2014/2 skjerpes kravet til saklighet ved saker der det foreligger en forskjellsbehandling av eksisterende aksjonærer, ved potensiell økonomisk forfordeling eller der et tiltak kan bidra til endringer i maktfordelingen i selskapet gjennom krenkelse av aksjonærers organisatoriske rettigheter. Dette innebærer i praksis at det i disse tilfellene stilles skjerpede krav til selskapenes aktsomhet, og at Selskapets skjønnsmargin anses snevrere.

7. Selskapets anførsler og merknader

Nedenfor følger en oppsummering av Selskapets anførsler og merknader slik disse har fremkommet i Selskapets kommunikasjon med børsen, herunder i Selskapets tilsvarende svar til børsens forhåndsvarsel om sanksjon (*vedlegg 1. 14*).

7.1 Grunnleggende premisser:

Selskapets finansielle situasjon: Egenkapitalen i REM var uomtvistelig tapt dersom Selskapet ikke fikk gjennomført en restrukturering. Konkurs var eneste alternativ. Selskapet hadde kun likviditet for en begrenset periode, og en løsning med en rekke banker og obligasjonseiere, samt leverandører måtte raskt på plass for å berge selskapsverdiene, herunder å forhindre tap av kontrakter som lett kunne bli sagt opp i et "kjøpers marked" på grunn av usikkerhet rundt Selskapets videre fremtid med en mulig insolvens/mislighold. Nybygg på Vard var uten finansieringstilsagn og videre innbetaling av verftsterminer ville innebære ulovlig forfordeling av kreditorer. Obligasjonene i REM04PRO, før Aker Capital AS ("Aker") posisjonerte seg i juni/juli 2016, handlet til 70 % under pålydende verdi, hvilket underbygger at markedet vurderte Selskapets finansielle betjeningsevne som bortfalt og egenkapitalen som tapt.

Stand-alone restruktureringen: Bankene krevde ny egenkapital tilført REM, herunder at deler av obligasjonsgjelden ble konvertert til egenkapital. Åge Remøy og selskaper kontrollert av ham («Remøygruppen»), som eier 78 % av aksjekapitalen, krevde for stand-alone restruktureringen av REM at egenkapitaltilførselen fra alle parter (Remøygruppen, andre aksjonærer, Vard, og obligasjonseierne) ble dimensjonert og strukturert slik at Remøygruppen beholdt over 50 % av aksjekapitalen, som for øvrig anses som et rimelig motstykke til at Remøygruppen tar ansvar gjennom å skyte inn betydelig egenkapital. Også bankene krevde at Remøygruppen skulle beholde over 50 %. Tilsvarende var det et premiss i den løsningen som er fremforhandlet med representanter for obligasjonseiere at de usikrede kreditorer skulle ha 40 % av Selskapet på fullt utvannet basis. En løsning der øvrige aksjonærer i Selskapet ble invitert til å delta med større andel av den nye egenkapitalen var således ikke mulig å oppnå uten at (i) Åge Remøy skyter inn tilsvarende andel av større kapital og (ii) de usikrede kreditorer reduserer den egenkapital de tildeles. Dette har ikke vært mulig å komme til enighet om. Selv om øvrige aksjonærer dermed måtte tåle en større utvanning av sine eierandeler enn det Remøygruppen måtte, var løsningen bedre for disse aksjonærene enn alternativet ville vært.

Fusjonsløsningen: Da stand-alone løsningen falt, fantes det ikke andre mulige utfall enn fusjon med Solstad eller konkurs. Solstad tilbød i utgangspunktet bare stemmesvake (men økonomisk likestilte) aksjer som fusjonsvederlag. REMs og Remøygruppens forsøk på å få Solstad til kun å utstede aksjer med normal stemmerett som fusjonsvederlag mislyktes. I denne situasjonen krevde Remøygruppen at den del av fusjonsvederlaget som ble ytet for NOK 75 millioner av innskuddet på NOK 150 millioner skulle gjøres opp med aksjer med normal stemmerett, selv om resten av fusjonsvederlaget til Remøygruppen og andre aksjonærer resulterte i stemmesvake aksjer. Sett med Remøygruppens øyne gav dette en stemmeandel i Solstad som ikke er irrelevant slik eierstrukturen i Solstad er, selv om Remøygruppen gjennom transaksjonen mistet all kontroll over REM. For REMs minoritetsaksjonærer betød ikke fusjonen noe tap av en relevant stemmeandel i REM, hverken før eller etter restruktureringen av REM. Også for disse aksjonærer ble fusjonen på slike vilkår bedre enn det alternativet ville vært.

Langvarig og krevende forhandlinger: Den foreliggende strukturen er resultatet av omfattende og krevende forhandlinger over lengre tid med en rekke involverte interessenter med til dels motstridende agendaer. Situasjonen ble tilspisset og dramatisk da den fremforhandlede løsningen meldt til markedet ikke lengre var tilgjengelig etter at Aker kom i posisjon i REM04PRO til å stemme ned løsningen og faktisk gjorde det i obligasjonseiermøtet den 18. juli 2016. Gjennom styreprotokollene fremkommer at Styret har hatt likebehandling som en grunnleggende premiss, men med den dramatiske vendingen saken tok i og med at foreslått struktur ble nedstemt av obligasjonseierne, ble det nødvendig å gjennomføre restruktureringen på tross av forskjellsbehandlingen.

Alternative løsninger: Det er vanskelig å følge børsens argumentasjon om at andre alternativer ikke i tilstrekkelig grad har vært vurdert eller forsøkt. Andre strukturer enn den foreliggende har vært forsøkt (opprinnelig Masteravtale for restruktureringen ble stemt ned av obligasjonseierne). Andre alternativer har vært vurdert eller sondert av styret og rådgiverne, men har vært forkastet som ikke-realistiske eller tilgjengelige. Resultatet av reparasjonsemisjonen (kun 83.965 aksjer tegnet av de tilbudte 1.600.000 B-aksjer i Solstad, tilsvarende 5,25 % av størrelsen på reparasjonsemisjonen) underbygger at det ikke fantes tilgjengelig kapital eller interesse for å delta i en større emisjon og at dette handlingsalternativet således ikke var reelt. Dette er i tråd med Selskapets, Styrets og rådgivernes vurdering på det tidspunktet strukturen ble etablert.

7.2 Øvrige kommentarer

Emisjonskursen i Restruktureringen: I et normalt scenario ville Selskapet brukt en kombinasjon av «free cash flow» baserte modeller, multipler og substansverdi betraktninger opp mot siste omsetning på Oslo Børs. Da det her dreide seg om en full restrukturering i et ekstremt utfordrende marked, var det nødvendig å benytte en annen tilnærming for å fastsette kursen for ny egenkapital. Sett i lys av de utfordrende markedsforholdene, var det tidlig klart at Selskapets gjeldsnivå ikke var bærekraftig, og at Selskapet ville ha behov for ny egenkapital for å ha tilstrekkelig likviditet til å fortsette som et «going concern». Som følge av de rådende markedsforholdene ville det være umulig for Selskapet å refinansiere eller betale tilbake obligasjonslånene på opprinnelig forfall i 2018 og 2019. I forhandlinger for å hente ny egenkapital var det en klar forutsetning at den totale gjelden måtte reduseres og at forfallene på Obligasjonene måtte løses. Som et senior kapitalinstrument til eksisterende egenkapital, var det derfor klart at eksisterende egenkapital måtte ta et betydelig tap i form av utvanning. I forhandlinger om å hente ny egenkapital, ble det også stilt som krav om tilførsel av MNOK 150 i ny egenkapital og at den nye egenkapitalen skulle få en vesentlig eierandel og utgjøre minimum 50.1 %. På bakgrunn av de nevnte forhold var det derfor klart at ny egenkapital måtte hentes til en signifikant rabatt i forhold til «markedskurs», og at det som følge av behovet for MNOK 150 i ny likviditet måtte hentes et stort antall nye aksjer i tillegg til utstedelse av aksjer til obligasjonseiere for konvertering av gjeld. Aksjekursen på NOK 0,87 per aksje var derfor et resultat av forhandlinger med obligasjonseiere, ny egenkapital og selskapets hovedaksjonær, og ble til slutt fastsatt basert på at ny egenkapital skal få 50.1 % eierandel, obligasjonseiere skal få 40 % eierandel og Vard knyttet til sin konvertering av gjeld skal få 4 % eierandel.

Om emisjonskursen representerte en betydelig økonomisk forfordeling: Aksjen hadde over lang tid svært lav likviditet og børskursen kan ikke anses for å gi uttrykk for virkelig verdi. Bytteforholdet og emisjonskursen var et resultat av reelle forhandlinger med en rekke involverte interessenter i en for Selskapet og Styret presset situasjon. Det er således intet grunnlag for å konkludere med at det foreligger en betydelig økonomisk forfordeling. Dette underbygges også av den nærmest totale mangel på interesse fra minoritetsaksjonærene i Selskapet, inkludert fra Olympics side til å delta i reparasjonsemisjonen på tilsvarende tegningskurs. Olympic er forøvrig selv i en finansiell restruktureringsprosess. Det er derfor uklart om Olympic uansett ville hatt finansielle ressurser til å følge opp en ytterligere investering i REM.

Forhandlinger med obligasjonseiere i forbindelse med Restruktureringen: Selskapet var forhindret fra å kontakte større grupperinger i Obligasjonslånene av hensyn til "wallcrossing" prosedyrer, særlig da tidshorisonten var uklar og man således ville løpe en risiko for å låse aktører inne i en innsiddeposisjon i en lengre periode. Et høyt antall investorer og dermed få investorer/grupperinger med store beholdninger vanskeliggjorde etablering av sikkerhet for gjennomføring av restruktureringsplanen ved innhenting av stemmeforpliktelser til et flertall av stemmene i de relevante obligasjonseiermøtene. ABG identifiserte og gikk i dialog med tre investorer som man mente var blant de største investorene. Til sammen kontrollerte disse omkring NOK 165 millioner i

obligasjonslånene. Det ble videre forhandlet med disse på vegne av obligasjonseierne om hvor stor andel av obligasjonsgjelden som skulle konverteres, og hvor stor andel som kunne videreføres som gjeld.

Om videreføring av Restruktureringen som et vilkår for Fusjonen: Da Selskapet så seg presset til å avtale fusjon med Solstad, var det et uttalt premiss og forutsetning mellom partene om at den opprinnelige restruktureringen skulle gjennomføres som forutsatt, for å unngå en ødeleggende reforhandling med usikkert utfall. Det var med Aker's blokkerende posisjon i REM04PRO på dette tidspunktet en betydelig risiko for Styret å forsøke å åpne opp for å endre forutsetningene i den opprinnelige restruktureringsplanen. Selskapet befant seg da allerede på overtid mht. løsningen med kreditorene og det var reell risiko for at prosessen ville strande og Selskapet igjen ville være uten en løsning som ivaretok kreditorenes og Selskapets interesser. Som følge av Fusjonen har det imidlertid blitt gjort enkelte ikke-vesentlige justeringer i vilkårene etter innspill fra de sikrede kreditorene, men REM hadde ikke mulighet til å reforhandle vesentlig vilkår. Det var Aker som stilte krav om at aksjonærene i REM skulle motta stemmesvake vederlagsaksjer i Solstad i fusjonen. Det har dermed formodningen mot seg at Aker/Solstad ville akseptert en endring i premissene for restruktureringen som medførte at aksjonærene i REM ville sitte igjen med en høyere eierandel/stemmeandel i det fusjonerte selskapet.

Effekten av Fusjonen for Hovedaksjonær: Børsen gir en misvisende fremstilling av de faktiske forhold når det legges til grunn at Remøygruppen får anledning til å opprettholde en kontrollerende eierposisjon etter gjennomføringen av Restruktureringen. Når en skal se på hvilke effekter/utvanning transaksjonen får for ulike aksjonærer, kan en ikke unnlate å ta i betraktning effektene av fusjonen med Solstad. Fusjonen ble en integrert og nødvendig del av restruktureringen av REM. Realiteten er at Remøygruppen, til tross for at de bidrar med NOK 150 millioner i ny egenkapital for å redde Selskapet, mister enhver kontroll og reell innflytelse i det fusjonerte selskapet, ved at stemmeandel reduseres fra dagens 78,64 % i REM til 9 % i det fusjonerte selskapet. Øvrige aksjonærer i REM tapte kun begrensede organisatoriske rettigheter som følge av transaksjonen.

Begrunnelse for fordeling mellom A- og B-aksjer: Både Åge Remøy, som styremedlem og hovedaksjonær, og Selskapets styre motsatte seg i utgangspunktet fusjonen med Solstad. Men da stand-alone-løsningen falt fant de at de ikke hadde noe reelt valg dersom konkurs i REM skulle unngås. Skillet mellom vederlag i hhv. Solstad A- og B-aksjer er resultat av forhandlinger hvor Aker/Solstad var premissleverandører. Som det vil fremgå av kronologien var styret i Selskapet ikke pådriver bak fordelingen mellom A- og B- aksjer. Det habile styret har meddelt at de heller ikke oppfattet Åge Remøy som pådriver for å skille mellom A- og B-aksjer som oppgjørsform, men snarere at Åge Remøy som skulle inn med ny egenkapital ikke ville akseptere en løsning der hans eierandel ble reflektert utelukkende i B-aksjer. Styret har vurdert det slik at forskjellsbehandlingen kun relaterer seg til den nye egenkapitalen, og at dette var en nødvendig og saklig forskjellsbehandling for å kunne gjennomføre den nødvendige restrukturering og den etterfølgende fusjonen. Det er ikke grunnlag for Oslo Børs å mene at styret kunne fått til en avtale som var bedre for minoritetsaksjonærene. Ny egenkapital var et helt avgjørende premiss for å lykkes med Restruktureringen og Fusjonen, som bygger på samtidig finansiell restrukturering av REM.

Opsjonsavtalen mellom Hovedaksjonær og Aker: Opsjonsavtalen er inngått direkte mellom Remøygruppen og Aker. Formuleringen i Selskapets børsmelding datert 27. juli 2016 om at opsjonsavtalen er "*part of the Merger*" er dermed ikke helt presis. Realiteten er at avtalene er inngått samtidig, men Selskapet og selskapets styre representert ved de habile styremedlemmene har ingen innflytelse på innholdet i opsjonsavtalen. Opsjonen er etter Selskapets oppfatning en avtale mellom Aker og Remøygruppen hvor Aker har vurdert at dette var nødvendig eller ønskelig for

å forhindre at Remøygruppen blokkerte fusjonen med Solstad. Styret har ingen mulighet til å hindre at Aker inngår en slik avtale med selskaper i Remøygruppen, eller påvirke innholdet i en slik avtale.

Generalforsamlingens beslutning: Generalforsamlingen vedtok fusjonen inkludert restruktureringen kun mot stemmene fra Olympic Ship AS og Olympic Nor AS. Begge er kontrollert av Åge Remøys bror, Stig Remøy. (Brødrene har hatt et langvarig og offentlig kjent motsetningsforhold i kjølvannet av delingen av REM med Solstad i 2009). Vard, som hadde akseptert Master Agreement deltok ikke på generalforsamlingen. Vards konvertering av gjeld mot egenkapital (kun Solstad B-aksjer) innebar et betydelig tap for Vard. Femte største aksjonær, Hareide Elektriske Teknikk AS, stemte for alle relevante vedtak.

Styrets fokus på likebehandling: Den dokumentasjonen som er fremlagt dokumenterer at styret løpende og gjennomgående har hatt fokus på likebehandling av Selskapets minoritetsaksjeeiere. Den illustrerer videre den svært pressede og vanskelige situasjonen som Styret befant seg i ved at det var en rekke involverte interessenter som alle var i stand til å blokkere en løsning. Styret gjorde gjentatte ganger forsøk på å få til en fusjonsstruktur hvor samtlige aksjonærer i REM fikk samme type vederlagsaksjer for alle sine aksjer, og strakk seg dermed langt for å få til størst mulig grad av likebehandling av aksjonærene i REM i Fusjonen. Styret har også hatt fokus på alternative løsninger.

Styrets saksbehandling: En restruktureringsprosess som den foreliggende må nødvendigvis foregå også utenfor styrerommet og i stor grad involvere Selskapets hovedeier. Styret måtte i stor grad lene seg på de anbefalinger og oppsummeringer som ble gitt av rådgiverne som ivaretok mye av den direkte kontakten mot de involverte premissgiverne. Styret er imidlertid gitt løpende status og har truffet de nødvendige beslutninger. Det vises til at det er avholdt et betydelig antall styremøter og i tillegg har vært løpende samtaler med det habile Styret og Åge Remøy gjennom en lengre periode, ofte flere ganger om dagen. I de kritiske dagene i juli var det minst to, ofte flere telefonsamtaler med styremedlemmene, etter omstendighetene med eller uten Åge Remøy, avhengig av hans habilitet i forhold til de aktuelle spørsmål. Med stort tidspress og styre og rådgivere spredt over store geografiske avstander fantes ingen muligheter for å ordne seg på annen måte.

Hovedaksjonærs habilitet: Allmennaksjeloven oppstiller kun minimumskrav til styreprotokollen. Styreprotokollene er utformet i tråd med hva som er praksis og nærmere begrunnelser knyttet til habilitet ikke er reflektert. Styreprotokollene og øvrig dokumentasjonen fremlagt viser tydelig at spørsmålet om habilitet har vært vurdert og hensyntatt. Styret har innhentet råd fra sin juridiske rådgiver og har foretatt de nødvendige vurderingene i den løpende prosessen. Det fremholdes for øvrig at dette er et selskapsrettslig anliggende utenfor hva Børsstyret skal prøve.

Likebehandling: Kjernen i vurderingen av likebehandlingsspørsmålet er hvorvidt forskjellsbehandlingen er saklig og nødvendig sett hen til de aktuelle omstendighetene som forelå på beslutningstidspunktet, herunder særlig selskapets finansielle situasjon og styrets reelle og realistiske handlingsalternativer. Det er på det rene at styret løpende har vurdert hensynet til minoritetsaksjonærene holdt opp mot hensynet til Selskapets utfordrende finansielle situasjon, hensynet til kreditorene og manglende realistiske handlingsalternativer for å skaffe til veie ny og nødvendig egenkapital. Styret har fattet nødvendige, balanserte og materielt lovlige beslutninger i prosessen sett hen til de faktiske omstendighetene som forelå på de aktuelle beslutningstidspunktene. Vurderingen av kravet til likebehandling i en finansiell restruktureringsprosess som den foreliggende stiller seg markant forskjellig fra andre saker der selskaper ikke står ovenfor samme akutte pressituasjon på grunn av at egenkapitalen er tapt. Oslo Børs' retrospektive vurdering av styrets skjønnsutøvelse må derfor skje i lys av den situasjonen styret sto ovenfor og styret må nødvendigvis ha et betydelig rom for forretningsmessig skjønn hvor hensynet til kreditorene vil være avgjørende når selskapets egenkapital er tapt og de tiltak som

igangsettes, vil være styrt av de premisser selskapet må forholde seg til. Børsstyret må være tilbakeholden med å anvende likebehandlingsprinsipper som ikke er forenlige med den aktuelle situasjonen hvor en konkurs for selskapet er nærliggende.

8. Børsens vurdering

8.1 Innledende bemerkninger

Som beskrevet over traff styret i Selskapet den 22. juni en beslutning om å inngå Masteravtalen som trekker opp hovedlinjene for Restruktureringen i Selskapet. Selskapets restruktureringsforslag fikk imidlertid ikke tilslutning på obligasjonseiermøte avholdt den 18. juli. Den 27. juli inngikk Selskapet, Aker og Solstad en avtale som innebar at Aker skulle stemme for restruktureringsforslaget i obligasjonseiermøtet, så fremt REM fusjonerte med Solstads heleide datterselskap, Solship. Avtalen ble fulgt opp med styrets tiltredelse til Fusjonsplan den 8. september 2016, og vedtak samme dag om å fremme forslag om Fusjon og Restrukturering for Selskapets generalforsamling. Restruktureringen og Fusjonen ble behandlet på Selskapets generalforsamling den 10. oktober 2016. De nødvendige beslutninger ble der godkjent i tråd med styrets innstilling, som følge av at Hovedaksjonær, som kontrollerer mer enn 2/3 av stemmene i Selskapet, stemte for styrets forslag til vedtak.

Børsen har med bakgrunn i dette vurdert om styrets og generalforsamlingens vedtakelse av Fusjonen og Restruktureringen, er egnet til å innebære en usaklig forskjellsbehandling av minoritetsaksjonærer i Selskapet, jf. løpende forpliktelser pkt. 2.1, jf. vphl. § 5-14.

Som det fremgår har børsen i sin vurdering funnet det hensiktsmessig å vurdere den samlede effekten av Fusjonen og den forutgående Restruktureringen opp mot likebehandlingsregelen, som følge av at disse elementene ble knyttet sammen. Det er likevel slik at også Restruktureringen isolert sett reiser spørsmål rundt likebehandling. Restruktureringen ble styrebehandlet og annonsert før det ble aktuelt med en fusjon med Solstad. Restruktureringen skal nå gjennomføres, i hovedtrekk slik den opprinnelig var planlagt, rett i forkant av og i tilknytning til Fusjonen, og eierstrukturen i Selskapet etter gjennomføring av Restruktureringen, får betydning for de enkelte aksjonærenes beholdninger i Solstad etter Fusjonen. For å kunne foreta tilfredsstillende vurdering av de problemsstillinger saken reiser, er det nødvendig å se hen til både de omstendigheter og prosesser som ledet frem til restruktureringsløsningen og selskapets vurderinger rundt utformingen av denne, også der denne var tiltenkt gjennomført uavhengig av en fusjon med Solstad, og de omstendigheter og prosesser som deretter ledet frem til en fusjon på nærmere angitte vilkår.

8.2 Om det foreligger forskjellsbehandling mellom aksjonærene

Det er på det rene at Restruktureringen og Fusjonen, sett i sammenheng og hver for seg, innebærer en forskjellsbehandling av eksisterende aksjonærer.

Konsekvensen av Restruktureringen er at Åge Remøy gjennom selskaper han kontrollerer, som eneste aksjonær får tegne seg i den rettede emisjonen, og opprettholde en betydelig posisjon i REM, til tross for den vesentlige utvanning som Restruktureringen for øvrig innebærer av eksisterende minoritetsaksjonærer. Eiersammensetningen i REM etter Restruktureringen får betydning for eksisterende aksjonærens eierandel i Solstad etter Fusjonen. Åge Remøys kontrollerende posisjon i REM etter Restruktureringen, overføres til en betydelig eierposisjon i Solstad etter Fusjonen.

Fastsettelsen av emisjonskurs i den rettede emisjonen er et resultat av forhandlinger snarere enn en analyse av aksjens verdi. I fusjonsplanen på side 4 fremgår det i samsvar med dette at «(e)ndelig struktur og emisjonskurs ble (...) fremforhandlet mellom Åge Johan Remøy og kreditorene, mer

frikoblet fra tradisjonelle finansielle beregninger.» Selskapet har nærmere forklart at emisjonskursen ble fastsatt basert på at ny egenkapital skulle få 50,1 % eierandel, obligasjonseiere skulle få 40 % eierandel og Vard knyttet til sin konvertering av gjeld skulle få 4 % eierandel. Børsen forstår dette dit hen at det antall aksjer som måtte utstedes for å oppnå en eierstruktur som beskrevet, sett i sammenheng med et bidrag fra hovedaksjonæren på NOK 150 millioner, satte premissene for kursen i den rettede emisjonen.

Omfanget av en eventuell økonomisk forskjellsbehandling ved den fremforhandlede emisjonskursen synes ikke å være vurdert av Selskapet. Emisjonskursen på 0,87 øre representerte et betydelig avvik fra aksjens omsetningsverdi på tidspunktet for annonseringen av fusjonen (ca. 97 %). Det er imidlertid svært begrenset likviditet i aksjen, og aksjekursen gir således ikke nødvendigvis et korrekt bilde av aksjens reelle verdi. I forhold til vurderingen av om det rent objektivt sett foreligger en økonomisk forskjellsbehandling av aksjonærer, er det imidlertid relevant å se hen til hvilke muligheter øvrige aksjonærer har til å begrense emisjonens utvannende effekt gjennom kjøp i markedet på like vilkår. Et betydelig avvik mellom aksjekurs i markedet og emisjonskurs, kan tilsi at det vil være begrensede muligheter for dette. Siden annonseringen av restruktureringsløsningen den 27. juni, har kursen ligget konsekvent over emisjonskursen, også i perioden før fusjonen ble annonsert.

Videre innebærer Fusjonen at det ytes ulike vederlag for henholdsvis aksjer eiet av Åge Remøy, gjennom selskaper han kontrollerer, og øvrige aksjonærer. Remøy mottar for deler av sin aksje han tegner seg for i REM A-aksjer som gir full stemmerett i Solstad, mens øvrige aksjonærer kun mottar B-aksjer som gir 1/10 stemmerett. Foruten at dette har betydning for de organisatoriske rettighetene aksjonærene vil sitte igjen med etter Fusjonen, er det å anta at A- og B-aksjene potensielt vil ha ulik økonomisk verdi. I tillegg kommer at B-aksjene vil utgjøre et begrenset antall av det totale antall aksjer utstedt i Solstad (ca. 20 %), hvilket på generelt grunnlag vil kunne tilsi mer begrensede omsetningsmuligheter for aksjonærer som mottar slike, sammenlignet med eiere av A-aksjer.

8.3 Om forskjellsbehandlingen kan anses som saklig begrunnet ut fra Selskapet og aksjonærenes felles interesser

8.3.1 Utgangspunkter

Spørsmålet i det videre er om den aktuelle forskjellsbehandlingen er saklig begrunnet ut fra Selskapets og aksjonærenes felles interesse, eller om det foreligger en forskjellsbehandling av en slik karakter at det er grunnlag for å sanksjonere forholdet. Det må i den forbindelse vurderes om forskjellsbehandlingen fremstår klart usaklig, sterkt urimelig eller om det er tatt utenforliggende hensyn.

Ved vurderingen av dette spørsmålet er det blant annet relevant å se hen til hvilke hensyn som talte for gjennomføringen av Restruktureringen og Fusjonen og den nærmere utformingen av disse løsningene, arten og graden av forskjellsbehandling dette innebærer, hvilke handlingsalternativer Selskapet stod overfor og Selskapets saksbehandling.

Som et utgangspunkt legger børsen til grunn at følgende omstendigheter tilsier et skjerpet saklighetskrav i den aktuelle saken:

- i) Gjennomføringen av Restruktureringen og Fusjonen innebærer en krenkelse av likhetsprinsippet ved en forskjellsbehandling av eksisterende aksjonærer, i dette tilfelle mellom majoritetsaksjonær og minoritetsaksjonærer. Usaklig forskjellsbehandling av minoritetsaksjonærer er i kjernen av det bestemmelsen søker å motvirke.

- ii) Restruktureringen innebærer en stor grad av utvanning av eierandeler i REM for minoritetsaksjonærer, som ikke rammer Remøy i tilsvarende grad som følge av at den rettede emisjonen gir Remøy anledning til å opprettholde kontroll. Betydelige forskjeller i grad av utvanning for minoritetsaksjonærer og Remøy etter Restruktureringen, reflekteres også i posisjonene de ulike REM-aksjonærene får i Solstad etter gjennomføringen av Fusjonen.
- iii) Restruktureringen og Fusjonen innebærer også en potensiell betydelig økonomisk utvanning av minoritetsaksjonærer. Om avviket mellom aksjens omsetningsverdi og emisjonskurs i den rettede emisjonen mot Åge Remøy, har Selskapet anført at aksjens svake likviditet fører til usikkerhet ved hvor reell den verdien som fremgikk av kursen ville være ved en større transaksjon. Børsen er i utgangspunktet enig i at dette er et relevant argument som kan tilsi at en eventuell emisjonsrabatt ikke uten videre kan kvantifiseres ut fra avviket mellom emisjonskurs og det aksjen ble handlet for på tidspunktet. Det forhold at emisjonskursen fremstår å være fastslått på bakgrunn av det totale beløpet Remøy skulle tilføre i egenkapital, fordelt på det antall aksjer som var nødvendig for å få en eierandel på over 50 % på fullt utvannet basis, og således ikke er fundamentert i analyser av aksjens reelle verdi eller omsetningsverdi, tilsier imidlertid etter børsens syn en *økt aktsomhet* fra styrets side i forhold til den potensielle økonomiske forskjellsbehandlingen emisjonen representerer. Videre er fusjonen egnet til å innebære en økonomisk forfordeling ved at aksjonærer får ulikt vederlag for sine aksjer i REM ved Fusjonen, som potensielt har ulik økonomisk verdi.

Et skjerpet saklighetskrav innebærer som beskrevet i børssirkulære 2/2014 et skjerpet krav i forhold til de økonomiske fordeler den aktuelle disposisjonen har for selskapet og aksjonærfelleskapet, og et skjerpet krav til vurderingen av handlingsalternativer som kan bidra til å eliminere eller redusere forskjellsbehandlingen. I dette ligger det også at det i vurderingen av om saklighetskravet er oppfylt vil legges betydelig vekt på om Selskapet representert ved styret i sin saksbehandling har vært seg bevisst og foretatt grundige og forsvarlige vurderinger rundt likebehandlingsspørsmålet, handlingsalternativer og eventuelle interessekonflikter som kan innvirke på styres evne til å ivareta aksjonærfelleskapets interesser. I Børsklagenemndens sak 3/2015 om likebehandling i forbindelse med en emisjon i Sparebank1 Østfold Akershus la børsklagenemnden blant annet vekt på at det ikke kunne dokumenteres at prosessen som ledet opp til emisjonen hadde vært forsvarlig.

En kritisk finansiell situasjon vil, som Selskapet også påpeker, kunne tilsi et betydelig handlingsrom for styret i arbeidet med å få på plass en refinansiering i form av ny egenkapital og redusert gjeld. I disse tilfellene vil også selskapet måtte legge særlig vekt på hensynet til kreditorene som en relevant selskapsinteresse. Videre vil naturligvis en forskjellsbehandling av aksjonærer i større grad kunne forsvares som saklig dersom konkursscenarioet er et reelt alternativ. I slike situasjoner vil normalt også tidspress, behov for å minimere gjennomføringsrisiko og håndteringen av mange ulike interessenter med til dels motstridende interesser, kunne begrense omfanget av handlingsalternativer som fortøner seg som realistiske for selskapet på det aktuelle tidspunktet hvor beslutninger må tas.

Imidlertid er det børsens syn at selskapet også i disse tilfellene må være oppmerksom på at arten og graden av forskjellsbehandling kan tilsi en særskilt aktsomhet i forhold til løsningen selskapet ender opp med, de valg som blir tatt underveis i prosessen, og den samlede effekten av løsningen for de ulike aksjonærgrupperinger. Dette vil typisk være tilfellet der resultatet av den valgte løsningen er at en majoritetsaksjonær kommer vesentlig bedre ut av det enn minoritetsaksjonærene.

8.3.2 Bakgrunnen for Restruktureringen og Fusjonen

Selskapet har opplyst at Selskapets gjeldsnivå ikke er bærekraftig gitt foreliggende og forventede markedsforhold, og tatt i betraktning et økende antall fartøy i opplag, fallende dagrater og fravær av nye langtidskontrakter. Selskapet har videre identifisert et behov for ny egenkapital for å ha tilstrekkelig likviditet til å fortsette som «going concern». Selskapet innså i april at det uten vesentlig bedring i markedsforholdene i løpet av en periode på ca. 9 måneder, ville bli ute av stand til å oppfylle sine forpliktelser overfor sine kreditorer, og begynte derfor på dette tidspunktet arbeidet med en frivillig restrukturering. Selskapet anså da at en vellykket refinansiering forutsatte enighet mellom sikrede og usikrede kreditorer, egenkapitalen og Vard. Selskapet har videre opplyst at det vil være svært verdiforingene for Selskapet, dets aksjonærer og kreditorer om ikke en løsning kom på plass innen kort tid, eller det over lengre periode foreligger usikkerhet knyttet til Selskapets finansielle stilling og evne til å betjene gjeld. Dette ville videre, etter Selskapets oppfatning, lamme Selskapets evne til å opprettholde videre drift, inngå nye kontrakter, kjøpe inn tjenester og materiell på normale vilkår, samt beholde nøkkelpersonell.

Børsen har basert på Selskapets fremstillinger av den finansielle situasjon, ikke funnet grunn til å overprøve Selskapets grunnleggende premisser om at en finansiell restrukturering var nødvendig, og at det var tidspress knyttet til behovet for å få på plass en løsning. Slik sett anser børsen også at en restrukturering av gjeld og tilførsel av egenkapital, var et relevant og egnet tiltak for å løse Selskapets finansielle utfordringer, som må anses å ha betydning for alle aksjonærene.

Børsen ser videre at Selskapet befant seg i en vanskelig situasjon når restruktureringsforslaget Selskapet hadde fremforhandlet ikke ble akseptert av obligasjonseierne. Børsen ser også at Selskapet nødvendigvis måtte forholde seg til Aker som en obligasjonseier med negativ kontroll, og at dette kunne virke begrensende for hvilket handlingsrom Selskapet hadde i forhold til alternativer som ikke inkluderte Aker. Generelt vil en fusjon med en annen aktør kunne bidra til en styrket markedsposisjon, og vil således være en relevant og egnet løsning for å sikre aksjeeieres verdier i et usikkert marked preget av overkapasitet. Børsen har dermed ikke funnet grunn for å overprøve Selskapets premisser om at en fusjon med Solstad hadde et saklig og legitimt formål, og var et egnet tiltak for å fremme Selskapet og aksjonærenes felles interesser i den situasjonen Selskapet befant seg i.

Som det fremgår i det videre stilles det imidlertid spørsmål ved om Selskapet innenfor disse utgangspunktene, kunne og burde ha handlet annerledes tatt i betraktning den grad av forskjellsbehandling som oppstod som følge av i) den nærmere utformingen av Restruktureringen, og (ii) den samlede effekten av Restruktureringen og Fusjonen når gjennomføringen av disse ble gjort betinget av hverandre, særlig sett i sammenheng med vilkårene for Fusjonen, herunder tildeling av A- og B-aksjer som vederlag.

8.3.3 Forholdsmessighet

Som børsen har beskrevet i sirkulære 2014/2 er det ikke tilstrekkelig at tiltaket er motivert ut fra et relevant formål. Det må også foreligge en viss proporsjonalitet mellom fordelene disposisjonen vil innebære for Selskapet og aksjonærfelleskapet samlet sett på den ene siden, og den ulempen som påføres den enkelte aksjonær på den annen side. Børsen har lagt til grunn at det vil være en yttergrense for hva som kan aksepteres av forskjellsbehandling, jf. børsens vurdering av om forskjellsbehandlingen er «grovt urimelig». Hvor denne grensen går vil nødvendigvis måtte vurderes konkret avhengig av Selskapets situasjon, handlingsrom, begrunnelsen for forskjellsbehandlingen og omstendighetene for øvrig. I vurderingen av om disposisjonen er forholdsmessig vil alternative tiltak

stå sentralt. Dette inkluderer også tiltak som kan bidra til å redusere grad av forskjellsbehandling slik at man igjen befinner seg innenfor kravet til saklighet.

Grad av forskjellsbehandling

Den samlede effekten av Restruktureringen og Fusjonen for minoritetsaksjonærer hva angår eierander og stemmerettigheter, er etter børsens beregninger som følger:

Andre aksjonærer enn Åge Remøy og selskaper kontrollert av Åge Remøy, har før Restruktureringen en eierbeholdning på 21,36 %. Denne er etter Restruktureringen redusert til 1,26 % (ekskludert nye aksjer tildelt Vard som en del av Restruktureringen). Etter Fusjonen representerer denne beholdningen 0,33 % av aksjene i Solstad. Som følge av at alle vederlagsaksjene som tilbys disse aksjonærene utgjør B-aksjer i Solstad med 1/10 stemmerett, vil det totale antallet stemmer minoriteten i REM sitter igjen med i Solstad etter Fusjonen være 0,04 % før en reparasjonsemisjon. For Selskapets nest største aksjonær Olympic, som før gjennomføringen av Restruktureringen og Fusjonen eier til sammen 10,08 % av stemmene i REM, innebærer Restruktureringen at Olympics eierandel i REM utvannes til 0,59 % og deretter at denne eierandelen i REM konverteres til 0,16 % av aksjene i Solstad, tilsvarende 0,02% av stemmene.

Den grad av utvanning som Restruktureringen innebærer for minoritetsaksjonærene (med unntak av Vard), rammer i begrenset grad Hovedaksjonæren som følge av den rettede emisjonen. Som nevnt blir Remøys kontrollerende posisjon i REM etter Restruktureringen, og hans bidrag i emisjonen, brukt som argument for en oppgjørsstruktur i Fusjonen som sikrer Remøy en betydelig eierposisjon (15 %) og stemmeandel i Solstad (9%). Øvrige aksjonærer er ikke gitt anledning til å bidra i den rettede emisjonen, og slik sett har de med henvisning til tilsvarende argument heller ikke blitt stilt i posisjon til å motta A-aksjer i Solstad.

Emisjonskursen innebærer potensielt en økonomisk fordel for Hovedaksjonæren ved tegning i den rettede emisjonen. I den utstrekning emisjonskursen er lavere enn reelle verdier skulle tilsi, innebærer det også en økonomisk utvanning for aksjonærene i REM at denne videreføres som utgangspunkt for bytteforholdet i Fusjonen. Videre er kursen for Solstad-aksjer som er benyttet som utgangspunkt for bytteforholdet basert på markedskurser og verdier for ordinære aksjer i Solstad med full stemmerett (som blir A-aksjer). Det er usikkerhet knyttet til likviditet og kursdannelse i en ny B-aksje sammenlignet med de eksisterende ordinære aksjene i Solstad, men egenskaper ved B-aksjen tilsier at denne potensielt vil bli priset lavere enn A-aksjen. Disse omstendighetene hadde isolert sett vært noe som hadde rammet alle REM-aksjonærene likt, hvis ikke det hadde vært for at Hovedaksjonæren med utgangspunkt i samme bytteforhold, skal motta vederlagsaksjer med potensielt høyere økonomisk verdi enn øvrige aksjonærer.

For halvparten av det innskutte beløp i emisjonen mottar Remøy A-aksjer i Solstad. For de B-aksjer han får i forbindelse med den resterende halvdel av innskutte beløp, har han mottatt en vederlagsfri salgsopsjon fra Aker hvis verdi må ses i sammenheng med fusjonsvederlaget. Salgsopsjonen gir han en exit-mulighet samt en minimumspris ved et eventuelt salg som tilsvarer verdsettelsen av ordinære Solstad-aksjer i Fusjonen. Tredjeparters forskjellsbehandling av aksjonærer er ikke omfattet likebehandlingsregelen, og slik sett er det i utgangspunktet kun forskjellsbehandlingen som ligger i tildelingen av A-aksjer som er relevant når grad av forskjellsbehandling som springer ut av Selskapets beslutninger skal vurderes. Helt irrelevant er imidlertid ikke salgsopsjonen i forhold til vurderingen av likebehandlingsspørsmålet, da Hovedaksjonærens vilkår om en slik salgsopsjon kan indikere noe rundt hvordan han selv har vurdert attraktiviteten og verdien av B-aksjene i Solstad.

Eksisterende minoritetsaksjonærer i REM ble i den opprinnelige restruktureringsløsningen forespeilet en mulighet til å delta i en reparasjonsemisjon på NOK 20 millioner med emisjonskurs på NOK 0,87. Etter fusjonsavtalen er denne nå endret til en betinget reparasjonsemisjon med B-aksjer i Solstad på NOK 20 million (totalt 1,6 millioner tilgjengelige aksjer) til kurs NOK 12,50. Tegningsperioden løp som beskrevet i pkt. 5.1.8 over, parallelt med en reparasjonsemisjon der eksisterende aksjonærer i Solstad fikk tegne ordinære aksjer til samme kurs på NOK 12, 50. Mens Solstad-reparasjonsemisjonen ble overtegnet med 43 %, hvilket ikke er overraskende tatt i betraktning at omsetningskursen var høyere enn emisjonskursen gjennom tegningsperioden, var tegningsgraden i Rem-reparasjonsemisjonen svært lav, tilsvarende 5,25 %. Det er imidlertid ikke usannsynlig at den lave oppslutningen skyldes i) usikkerhet rundt likviditet og kursdannelse i en ny B-aksje, ii) at B-aksjene ikke var godkjent for notering på Oslo Børs på tidspunktet for utløpet av tilbudsperioden, og iii) lang periode mellom oppgjør og levering av aksjene som følge av at endelig gjennomføring reparasjonsemisjonen er betinget av en gjennomføring av Fusjonen. På bakgrunn av de nevnte omstendigheter kan det etter børsens oppfatning stilles spørsmålsteget ved hvor reell reparasjonsemisjonen, slik denne ble utformet etter at fusjonsavtalen ble inngått, fremstår som et reparativt tiltak, og hvor egnet dette tiltaket var som et forsøk på å begrense den forskjellsbehandlingen som oppstår ved den rettede emisjonen mot Hovedaksjonæren.

Selskapet har argumentert med at handlingsrommet må være stort når alternativet er tilnærmet utradering av aksjonærverdier. Etter børsens syn kan Restruktureringen og Fusjonen sett i sammenheng, potensielt ha en slik effekt for minoritetsaksjonærer i REM. Det er i hvert fall på det rene at Restruktureringen og Fusjonen sett i sammenheng, innebærer en vesentlig forskjellsbehandling av Åge Remøy og øvrige eksisterende aksjonærer i REM. I vurderingen av om denne også kvalifiserer som uforholdsmessig, og dermed er i strid med likebehandlingsregelen, er det relevant å se hen til handlingsrommet og i hvilken utstrekning prosessene opp mot de relevante beslutningene har vært forsvarlige.

Selskapets vurderinger av handlingsalternativer

En vesentlig del av forskjellsbehandlingen i Restruktureringen og deretter Fusjonen, stammer fra det forhold at Åge Remøy som eneste eksisterende aksjonær får bidra i den rettede emisjonen. Et spørsmål saken reiser er hvorfor et selskap som har et betydelig behov for å styrke egenkapitalen, har begrenset øvrige eksisterende aksjonærers anledning til å bidra med slik kapital. Det er opplyst at Selskapet ikke var i kontakt med andre aksjonærer enn Remøy og Vard (sistnevnte i egenskap av kontraktspartner i skipsbyggekontrakten), i forbindelse med utarbeidelsen av Restruktureringsløsningen.

Til dette har Selskapet oppgitt at det var en klar forutsetning fra Bankene at det måtte tilføres NOK 150 millioner i frisk egenkapital. Videre var det en betingelse i Selskapets finansieringsavtaler, som er blitt fastholdt av kreditorfelleskapet, at Remøygruppen skulle kontrollere over 50 % av Selskapet. Tilsvarende var det etter det opplyste et premiss i den løsning som ble fremforhandlet med representanter for obligasjonseierne at de usikrede kreditorene skulle ha 40 % av Selskapet på fullt utvannet basis (før reparasjonsemisjon). Øvrige aksjonærer kunne dermed ifølge Selskapet ikke inviteres til å delta med en større andel av den nye egenkapitalen uten at (i) Åge Remøy bidro med tilsvarende andel av større kapital, eller ii) de usikrede kreditorene reduserte den andel som skulle tildeles dem. Dette var det ikke mulig å komme til enighet om.

De gitte premisser om eierandeler etter gjennomføringen av Restruktureringen, omfanget av emisjonen og det antall aksjer som på bakgrunn av dette måtte utstedes, dannet etter det opplyste også grunnlaget for emisjonskursen.

Børsen har ikke blitt forelagt dokumentasjon på at de oppgitte premisser som ligger til grunn for den valgte restruktureringsløsningen og emisjonskursen, har grunnlag i absolutte betingelser fremsatt av banker og obligasjonseiere. Børsen har heller ikke innsikt i hva som inngikk i modellen Selskapet og Selskapets rådgivere selv utarbeidet og presenterte de ulike aktører, og hvordan modellen deretter ble tilpasset basert på innspill fra aktørene.

Børsen har stilt enkelte oppfølgingsspørsmål knyttet til de angitte betingelser for ulike interessenters bidrag i Restruktureringen. Børsen har blant annet stilt spørsmål ved om Selskapet vurderte en løsning med en bredere og større emisjon hvor også andre aksjonærer fikk delta, og hvor en større del av provenyet ble brukt til tilbakekjøp av obligasjoner mot at eierandelen til obligasjonseiere ble tilsvarende redusert. Børsen har blant annet sett hen til at Selskapet kun forhandlet med en relativt liten gruppe obligasjonseiere, og at obligasjonsinvestorer på generelt grunnlag kan tenkes å være opptatt av realisering fremfor å sitte som langsiktige eiere i Selskapet. Selskapets har i sin tilbakemelding til børsen oppgitt at Selskapet støttet av sine rådgivere vurderte det som lite sannsynlig at en slik emisjon ville hente inn tilstrekkelig kapital for å gjennomføre dette, særlig hensyntatt aksjonærsammensetningen og likviditeten i aksjen.

I styreprotokoller fremgår det at styret har blitt holdt orientert om forhandlingene rundt og utarbeidelsen av Masteravtalen som fastla prinsippene for Restruktureringen. Av styreprotokollene kan man imidlertid ikke se at styret har utfordret forhold knyttet til likebehandling, herunder alternative løsninger, eierandeler for de respektive parter eller problematikk knyttet til usikkerhet rundt emisjonskurs, og det forhold at øvrige aksjonærer i REM kun i begrenset omfang gjennom reparasjonsemisjonen er gitt anledning til å tegne aksjer på denne kursen. Styrets konklusjon er, som det fremgår i pkt. 5.3.1 over, at *«den fremforhandlede skissen gi en balansert løsning mellom bank, obligasjonseiere og aksjonærer.»*

Et sentralt spørsmål er videre om den utviklingen som involverte en fusjon med Solstad, etter at restruktureringsløsningen ble stemt ned på obligasjonseiermøtet, tilsa en revurdering av den fremforhandlede restruktureringsløsningen, eller i hvert fall at det ble gjort aktive forsøk på å redusere den forskjellsbehandling denne i utgangspunktet innebar. Fusjonsavtalen knytter den opprinnelige restruktureringsløsningen direkte opp mot gjennomføringen av Fusjonen ved at denne gjøres til et vilkår for gjennomføring av Fusjonen. Samtidig medfører Fusjonen endringer i flere av de premissene som lå til grunn for den opprinnelig fremforhandlede restruktureringsløsningen, herunder majoritetsaksjonærs fortsatte kontroll i REM og obligasjonseieres eierandel i REM tilsvarende 40 % etter gjennomføringen av Restruktureringen.

Gitt at disse premissene har blitt brukt som begrunnelse for at forskjellsbehandlingen i Restruktureringen var saklig begrunnet, er det vanskeligere å se at saklighetsvilkåret er oppfylt når relevansen av disse premissene faller bort som følge av Fusjonen. I hvert fall er det etter børsens syn en vesentlig svakhet ved prosessen at styret tilsynelatende, basert på fremlagt samtidig dokumentasjon, ikke har vært bevisst på eller vurdert problemstillinger knyttet til dette. Tvert imot fremgår det av styreprotokoller at styret, blant annet under henvisning til at Hovedaksjonær har bekreftet at han vil stille nødvendig kapital tilgjengelig, mener det er lite ønskelig å starte en prosess som nødvendiggjør en reforhandling av den fremforhandlede refinansieringsløsningen. Også i Newco-alternativet, som av Selskapet vurderes som den mest realistiske alternative løsning til Fusjonen, synes hovedtrekkene i Refinansieringsløsningen videreført, herunder at Remøy som eneste aksjonær skal bidra med kapital gjennom en rettet emisjon, hvilket også etter Selskapets vurdering tilsynelatende bidrar til å gjøre dette alternativet utfordrende i forhold til risikoen for usaklig forskjellsbehandling av aksjonærer.

Dersom styret ikke har vurdert spørsmålet om endrede forutsetninger tilsa at det burde arbeides med å redusere forskjellsbehandlingen av minoritetsaksjonærene i restruktureringsløsningen, anses det heller ikke sannsynlig at forsøk ble gjort på å få til slike løsninger. Tvert imot er det et faktum at blant de tilpasninger som faktisk ble gjort i den opprinnelige restruktureringsløsningen da denne ble knyttet opp mot Fusjonen, var en endring av den opprinnelige reparasjonsemisjonen i REM til en betinget emisjon i Solstad i form av B-aksjer, med en tegningsperiode som i tid kom forut for gjennomføringen av i) den rettede emisjonen, ii) Fusjonen, iii) utstedelsen av B-aksjene og iv) børsens vedtak om notering av disse aksjene på Oslo Børs. Det er godt mulig at dette ble ansett som den tilpasning som lå nærmest opp til den opprinnelige løsningen, men det endrer ikke det faktum at mens den opprinnelige restruktureringsløsningen la opp til en i utgangspunktet liten reparasjonsemisjon i REM, men i en notert aksje, og med en direkte mulighet for aksjonærene til å vurdere attraktiviteten av reparasjonsemisjonen på tegningstidspunktet, så la den nye løsningen opp til en betinget reparasjonsemisjon i Solstad med tegning i stemmesvake B-aksjer, til en tegningskurs som var basert på verdivurderinger rundt Solstads ordinære aksjer, men med betydelig usikkerhet knyttet til kursdannelsen og omsetningspotensialet i B-aksjen.

Børsen er på denne bakgrunn heller ikke enig i Selskapets argumentasjon om at den lave interessen i reparasjonsemisjonen nødvendigvis «*underbygger at det ikke fantes tilgjengelig kapital eller interesse for å delta i en større emisjon.*» At usikkerheten rundt omsetningsverdi og -potensiale i B-aksjen innebar at tegning i reparasjonsemisjonen fremstod som mindre attraktiv for REM-investorer, underbygges etter børsens syn av at Hovedaksjonær som betingelse for sin egen tegning krevde halvparten av fusjonsvederlaget for de tegnede aksjene i A-aksjer og en salgsopsjon for de øvrige aksjene med utøvelseskurs tilsvarende verdsettelsen av A-aksjene i bytteforholdet. Tvert imot er det etter børsens vurdering en svakhet ved prosessen at Selskapet ikke kom opp med andre bedre egnede tiltak for å begrense forskjellsbehandlingen Restruktureringen og Fusjonen innebar for minoritetsaksjonærene.

I et scenario hvor alle aksjonærer fikk tilbudt aksjer i samme aksjeklasse som oppgjør i fusjonen, ville den naturlige reparative løsningen vært en bredere rettet emisjon. Det er som nevnt vanskelig å forstå bakgrunnen for å begrense denne adgangen, i hvert fall når premissene om fortsatt kontroll for Åge Remøy og nærmere angitte eierandeler for obligasjonseiere ikke lenger gjorde seg gjeldende. Når forhandlingene etter hvert kom inn på et spor med ulike aksjeklasser er børsen derimot enig i at en bredere emisjon eller større forutgående reparasjonsemisjon, ikke nødvendigvis ville fremstå som et hensiktsmessig reparativt tiltak, under forutsetning at minoritetsaksjonærene kun fikk tegne B-aksjer eller tegningen tilsa vederlagsaksjer kun i form av B-aksjer. En slik struktur tilsa dermed at reparative tiltak måtte utformes på en annen måte for å være egnet til å redusere forskjellsbehandlingen.

En mulighet kunne i lys av dette være en bredere emisjon eller reparasjonsemisjonsemisjon med en tilsvarende 50/50-fordeling av A- og B-aksjer. Dette ville i det minste være et relevant reparerende tiltak i forhold til den forskjellsbehandlingen Selskapet bidro til ved å slutte seg til en Fusjon der Hovedaksjonær fikk delvis oppgjør i A-aksjer. Selskapet har til dette argumentert med at det har formodningen mot seg Aker/Solstad ville akseptert en endring i premissene for Restruktureringen som medførte at aksjonærene i REM ville sitte igjen med en høyere eierandel/stemmeandel i det fusjonerte selskapet. En alternativ løsning kunne i lys av dette ha vært at flere fikk delta innenfor størrelsen av den rettede emisjonen på 150 millioner, eventuelt kombinert med en garanti fra Hovedaksjonær, eller en «claw-back» modell der Hovedaksjonær forpliktet seg til å videreselge en andel av de aksjer han mottar som vederlag for tegning i den rettede emisjonen, til minoritetsaksjonærer i REM med en 50/50-fordeling mellom A- og B-aksjer. Børsen kan av den fremlagte dokumentasjon ikke se at slike alternativer har vært vurdert i forkant av Selskapets beslutninger om Restrukturering og Fusjon, hvilket vil være en naturlig følge av at Selskapet var

opptatt av å videreføre den fremforhandlede restruktureringsløsningen slik den opprinnelig var tiltenkt gjennomført.

Selskapet har vist til at det også var en premiss og forutsetning fra øvrige parter at den opprinnelige restruktureringen skulle gjennomføres som forutsatt, for å unngå en ødeleggende reforhandling med usikkert utfall. Selskapet har derfor vist til at det kun ble gjort enkelte ikke-vesentlige justeringer i vilkårene etter innspill fra de sikrede investorene. Børsen kan ikke se at det ville hatt vesentlig betydning om flere enn Åge Remøy også hadde blitt gitt anledning til å bidra innenfor rammen av det totale beløp som skulle tilføres, all den tid det ikke lenger var en forutsetning at Hovedaksjonær skulle ha fortsatt kontroll i Selskapet. Det antas også at en alternativ løsning med en videresalgmodell som beskrevet, kunne ha blitt gjennomført uten endringer i den fremforhandlede restruktureringsløsningen.

Når man ser prosessen i sammenheng og ser hen både til de omstendigheter som ledet frem til den opprinnelige restruktureringsløsningen og deretter Fusjonen, dannes det etter børsens vurdering et bilde av at Selskapet tilsynelatende har strukket seg langt i forhold til interessenter - Hovedaksjonær, sikrede og usikrede kreditorer og Vard - som har vært i en forhandlingsposisjon. Remøy har fått gjennomslag for flere særkrav, og slik sett er vederlagsstrukturen i Fusjonen et utslag av Remøys krav. Vard har i Sideavtalen sikret seg en oppkapitalisering av datterselskapet uten utvanning av egen eierandel i dette datterselskapet, og Remøys personlige garanti for dette. Obligasjonseiere, som ifølge styreprotokoll av 25. august har vist motstand til Fusjonen, herunder tildeling av B-aksjer, blir samme dag som Restrukturering og Fusjonen skal stemmes over, forelagt endringer i vilkårene for Det Nye Obligasjonslånet, samt en «consent fee» tilsvarende 1,7 % av pålydende dersom forslaget stemmes igjennom og Restruktureringen og Fusjonen gjennomføres.

Når det gjelder minoritetsaksjonærene som ikke er i posisjon til å blokkere forslaget, har Selskapet tilsynelatende foretatt seg lite. Riktignok viser dokumentasjonen at Selskapet og enkeltstyremedlemmer gjorde gjentatte forsøk på å få til oppgjør i ordinære Solstad-aksjer for alle, som åpenbart ville gitt et bedre utfall for alle aktører som fikk konvertert gjeld og fordringer og for eksisterende minoritetsaksjonærer i REM. Men utover dette er det, foruten den begrensede reparasjonsemisjonen som opprinnelig ble foreslått og etterfølgende tilpasninger av denne, ikke truffet noen konkrete tiltak som er egnet til å begrense den forskjellsbehandling Restruktureringen og Fusjonen innebærer for minoritetsaksjonene.

8.3.4 Styrets vurderinger rundt saklighet og rimelighet i forhold til Hovedaksjonærs vilkår om tildeling av A-aksjer

Et sentralt spørsmål er videre, tatt i betraktning at løsningen ble en tildeling av A-aksjer kun til Hovedaksjonær, om en slik forskjellsbehandling var saklig. Det fremgår av styreprotokollene at styret, etter først å ha forsøkt å forhandle frem A-aksjer til alle aksjonærene, vurderer at de kan akseptere denne forskjellsbehandlingen av aksjonærene da det alternative utfallsrommet er uoversiktlig, og videre at forskjellsbehandlingen kan gi et bedre utfall for aksjonærer, obligasjonseiere, Vard og bankene enn alternativene. Det foreligger ikke noen formell styreprotokoll fra styrets endelige beslutning om å inngå Fusjonsavtalen, og børsen legger da til grunn at styret konkluderte i samsvar med de nevnte vurderingene.

Selskapets juridiske rådgiver har forelagt børsen et notat datert 16. juli om aksjer i ulike aksjeklasser og forholdet til likebehandling som etter det opplyste ble utarbeidet for administrasjonen i Selskapet. Notatet, som er nærmere omtalt i pkt. 5.3.3, omtaler en struktur der hovedaksjonær skal motta C-aksjer med rett til konvertering til A-aksjer i Solstad på visse vilkår, mens minoritetsaksjonærer mottar B-aksjer med stemmerettsbegrensninger. I notatet konkluderes det med at allokeringen av

hhv. B- og C-aksjer ikke fremstår usaklig «basert på Selskapets finansielle stilling og de standpunkter Selskapets aksjonærer og kreditorer har tatt, herunder Aker og Remøygruppen.» Mer konkret pekes det på at «betingelsene ikke er stilt av Selskapets hovedaksjonær, men i hovedsak en konsekvens av kreditorenes, herunder Akers, posisjon i Selskapet og SOFF. Selskapets oppfatning er dermed at tildeling av C-aksjer til aksjonærer som stiller med ny kapital vil kunne utgjøre saklige grunner. Dette omfatter både krav fra obligasjonseierfellesskapet og Remøygruppen, da begge deltagelse er nødvendige for å sikre Selskapets fremtidige drift.»

Overfor børsen har Selskapet argumentert med at Selskapet ikke var pådriver bak fordelingen mellom A- og B- aksjer, og vist til at styret har gjennom forhandlingene med Aker fastholdt at de ønsket likebehandling av aksjonærene i Selskapet så langt det er mulig. Styret har måtte akseptere tilbudet fra Solstad/Aker da det ble klart at det ikke forelå alternativer til en slik løsning.

Det er vanskelig å forstå et resonnement om at Aker/Solstad skulle ha fremtvunget et skille mellom A- og B-aksjer i lys av den dokumentasjonen som for øvrig er fremlagt og omstendighetene slik de forelå. Det vises blant annet til sms-korrespondansen mellom en sentral aktør i Aker og styremedlemmet i REM der Akers representant omtaler Selskapets juridiske rådgivers innspill om en «spesialaksje til Åge og B-aksjer til resten» som «umulig». Selskapets juridiske rådgiver er også den som kommer med forslag om en modell med «forskjellsbehandling mellom de som konverterer gjeld og de som kommer med kontante penger i emisjonen i REM Offshore ASA», og som det i senere e-post tilsynelatende refereres til at er identisk med den avtalen Aker til slutt ville akseptere, jf. e-post av 18. juli mellom Selskapets juridiske rådgiver og styremedlem Knudsen, gjengitt i pkt. 5.3.3 over.

Også i Selskapets kommentarer til børsens forhåndsvarsel fremgår det at «Åge Remøy som skulle inn med ny egenkapital ikke ville akseptere en løsning der hans eierandel ble reflektert utelukkende i B-aksjer». Dette samsvarer også med den begrunnelsen for forskjellsbehandling styret i Selskapet har gitt til sine aksjonærer i innkalling til generalforsamling, og det som fremgår i Fusjonsavtalen og andre steder. Forskjellsbehandlingen er her begrunnet med at Hovedaksjonæren for å samtykke til gjennomføringen av Fusjonen, har satt som vilkår at hans kontrollposisjon i Selskapet reflekteres i form av en betydelig stemmeinteresse i Solstad. Det er i den sammenheng sett vesentlig hen til at han alene vil sikre at Fusjonen vedtas i generalforsamlingen i Selskapet. Det er derfor vektlagt at det i den foreliggende situasjonen er nødvendig å begrense gjennomføringsrisiko for den planlagte Fusjonen og restruktureringsprosessen.

Børsen stiller seg på bakgrunn av dette spørsmålet om styret i Selskapet faktisk kunne og burde gå inn for en løsning der fusjonsstrukturen tilpasses særkrav stilt av Hovedaksjonær, som da også resulterer i en så stor grad av forskjellsbehandling mellom aksjonærer. Børsen har i tidligere saker uttalt at det går en grense for hva styret kan akseptere av betingelser stilt av aksjonærer og andre interessenter i forhold til kravet om likebehandling.² Det vises i den forbindelse også til uttalelser i Filip Truyens bok «Aksjonærenes Myndighetsmisbruk» hvor det konkluderes med at rettede emisjoner til en aksjonær i forkant av en fusjon som bidrar til å bedre vedkommende aksjonærs stilling etter gjennomført fusjon «bare unntaksvis vil fylle saklighetsvilkåret». Truyen skriver i den forbindelse:

«Dette gjelder selv om emisjonen er en forutsetning for aksjonærens tilslutning til fusjonen. Dersom en aksjonærs krav om særfordeler kan tillegges relevans som saklighetsargument, vil minoritetsvernet svekkes dramatisk. Saklighetsvilkåret kan ikke brukes for å legitimere tildeling av særfordeler som følge av trussel om å blokkere fusjonen. Dette vil gi aksjemajoriteten et ubegrenset

² Vedtak og uttalelser 2014 s. 57, Rettet emisjon i Songa Offshore

spekter av saklighetsargumenter. Nesten i enhver sammenheng vil det kunne anføres at den omtvistede beslutningen er en forutsetning for majoritetens stemmegivning i andre ubetinget gunstige beslutninger. En slik svekkelse av missbruksskranken ville gjøre det enkelt for aksjemajoriteten å presse frem særfordeler uten en fare for etterfølgende domstolssensur.»³

Hensikten her er ikke å vise til at det blir gjennomført en rettet emisjon mot Hovedaksjonæren i forkant av fusjonen, da børsen er enig i at det stiller seg annerledes i en situasjon hvor denne allerede ble planlagt før fusjonen og er et ledd i den planlagte finansielle restruktureringen. Poenget er å illustrere at det å etterkomme en aksjonærs særkrav under forutsetning av stemmegivning, ikke i seg selv bør kunne anses som et relevant saklighetsargument i sammenheng med likebehandlingsregelen.

Utgangspunktet må derfor etter børsens syn være at styret var forpliktet til å gjøre en selvstendig vurdering av rimeligheten i Hovedaksjonærens krav om tildeling av A-aksjer i forhold til likebehandlingsregelen. Dette gjelder ikke minst i forhold til konstellasjonen i REM der generalforsamlingen kontrolleres av Hovedaksjonæren selv, og der resultatet kan bli at Hovedaksjonæren treffer vedtak som begunstiger han selv på bekostning av andre aksjonærer, på bakgrunn av vilkår stilt av han selv. Dette innebærer at dersom ikke kravet fra Hovedaksjonær om å få A-aksjer, mens øvrige aksjonærer tildeles B-aksjer, anses saklig begrunnet, så vil heller ikke Hovedaksjonærens tilslutning til styrets forslag om et slik vedtak på generalforsamling, være i samsvar med likebehandlingsregelen. Dette må etter børsens vurdering også gjelde i en situasjon hvor Selskapets kapitalbehov er påtrengende.

I styrets begrunnelse for beslutning om A-aksjer for halvparten av innskutt kapital inntatt i innkalling til generalforsamling, vises det til at Hovedaksjonær satte som vilkår å videreføre sin kontroll i REM i en betydelig eierposisjon i Solstad. Til dette vil børsen bemerke at Hovedaksjonærens fortsatte kontroll i REM etter Restruktureringen, har blitt etablert på bekostning av en betydelig utvanning av øvrige aksjonærer. Etter børsens syn kan det fremstå det som urimelig at en slik forskjellsbehandling ytterligere skal forsterkes gjennom en tildeling av A-aksjer til Hovedaksjonær, også tatt i betraktning at minoritetsaksjonærene ikke er blitt satt i posisjon til å begrense den forskjellsbehandlingen tildelingen av aksjer i ulike aksjeklasser innebærer.

Det blir i innkallingen til generalforsamlingen videre vist til at aksept av vilkåret for gjennomføring fra Hovedaksjonærs side i den foreliggende situasjonen etter styrets vurdering er forsvarlig, *«særlig sett hen til hovedaksjeeieren i forkant av gjennomføring av fusjonen vil bidra med betydelig ny egenkapital i Selskapet som vil komme det fusjonerte selskapet til gode gjennom Fusjonen (..)*» Etter børsens vurdering er det likevel vanskelig å begrunne en tildeling av A-aksjer under henvisning til dette, når ingen andre eksisterende aksjonærer enn Hovedaksjonær har blitt gitt anledning til å bidra med kapital i den aktuelle emisjonen. Selskapets eventuelle antakelser rundt minoritetsaksjonærer finansielle ressurser til å delta med frisk kapital, kan etter børsens syn ikke saklig begrunne den vesentlige forskjellsbehandlingen en slik vederlagsstruktur er egnet til å innebære, ei heller fraværet av realistiske muligheter for minoritetsaksjonærer til å begrense denne forskjellsbehandlingen.

I lys av det ovennevnte stilles det spørsmålet om styret har foretatt en forsvarlig vurdering av sakligheten og rimeligheten i de vilkår som Hovedaksjonær stilte for å bidra med kapital, sammenlignet med situasjonen for minoritetsaksjonærene. I denne sammenheng er det naturligvis et kompliserende moment at Åge Remøy, i tillegg til å kontrollere fusjonsbeslutningen på

³ Philip Truyen, «Aksjonærenes Myndighetsmisbruk – en studie av asl./asal § 5-21 og uskrevne misbruksprinsipper», s. 409.

generalforsamlingen, også opptrådte som styreleder i vurderingene av disse forholdene, jf. nærmere om habilitet og interessekonflikter nedenfor.

8.3.5 Særlig om styrets saksbehandling, styreleders habilitet mv.

Som nevnt ser børsen i sin vurdering blant annet hen til om styret har behandlet saken på en forsvarlig og uhildet måte. Det er større risiko for at et styret legger vekt på utenforliggende hensyn, eller ikke i tilstrekkelig grad vurderer aksjonærfelleskapets beste, i et tilfelle hvor styremedlemmer som deltar i behandlingen må anses å ha fremtredende personlige eller økonomiske særinteresser i saken. I behandling av saker som innebærer en forskjellsbehandling av aksjonærer, og som dermed har en side til likebehandlingsprinsippet, bør styret derfor være seg særlig bevisst at saken behandles på en forsvarlig og uhildet måte, og gjøre tilfredsstillende, løpende vurderinger av styremedlemmers habilitet.

Åge Remøy hadde rollen som administrerende direktør frem til 1. mai 2016. Åge Remøy gikk deretter inne i rollen som styreleder fra 18. mai 2016. Børsen legger til grunn at Åge Remøy var involvert i det innledende arbeidet med refinansieringsløsningen i egenskap av å være administrerende direktør slik det også fremgår av styreprotokoll fra styremøte avholdt 31. mars. Etter 18. mai har Åge Remøy i egenskap av styreleder deltatt i alle styremøter som behandler Masteravtalen som legger premisene for restruktureringsløsningen og elementene i denne, herunder møtet avholdt 22. juni der styret slutter seg til Masteravtalen og gir administrerende direktør fullmakt til å inngå denne.

Samtidig er Åge Remøy part i Masteravtalen i egenskap av Hovedaksjonær, og struktur og emisjonskurs ble etter det opplyste i Fusjonsplanen fremforhandlet mellom kreditorene og Hovedaksjonær. Styret beslutter å inngå avtalen under henvisning til at denne representerer en *«balansert løsning mellom bank, obligasjonseiere og aksjonærer.»*

Wikborg Rein har i et notat vedrørende Åge Remøys habilitet lagt frem for styret i et styremøte avholdt 21. juli, det vil si på et senere tidspunkt, vist til at *«I de tilfellene det er spørsmål om å rette emisjonen mot styremedlemmet alene, er interessemotsetningen sterk. Særinteressen er følgelig i denne situasjonen "fremtredende", slik at styremedlemmet etter asal. § 6-27 (1) ikke kan delta i spørsmålet.»*

I etterkant av at Masteravtalen ble besluttet inngått i styremøtet den 22. juni, sirkuleres det den 29. juni en protokoll vedrørende styrets beslutninger om å fremme forslag til generalforsamling om vedtakelse av de kapitalforhøyelser restruktureringsløsningen forutsetter. Åge Remøy anses her inhabil i forhold til den rettede emisjonen mot ham selv. Beslutningen om den rettede emisjonen er imidlertid et resultat av inngåelsen av Masteravtalen som i tidligere styremøter har blitt behandlet og besluttet inngått, med styreleder Åge Remøys deltakelse.

En videreføring av innholdet i denne Masteravtalen, herunder Åge Remøys kapitalbidrag gjennom den rettede emisjonen, har tilsynelatende vært en viktig premiss i styremedlemmenes, herunder styreleder Åge Remøys, videre vurderinger og valg, inkludert fusjonsløsningen med Aker. Det er dermed etter børsens syn klare problemstillinger knyttet til Åge Remøys behandling av den rettede emisjonen som inngikk i Masteravtalen i egenskap av styreleder.

Når det gjelder styrets forhandlinger om Fusjon, blir det ved styrets første behandling av forhandlingene med Aker, stilt spørsmål ved om styreleder Åge Remøy er inhabil. Dette konkluderer styret med at han ikke er, uten at det fremgår en nærmere begrunnelse for dette. Børsen kan ikke se at det har blitt konkludert annerledes på et senere tidspunkt, med unntak av at Wikborg Rein i et notat fremlagt for styret i forbindelse med styremøte 21. juli, konkluderer med at Åge Remøy er

«inhabil ved styrets vurdering av alternative kapitalstrukturer så lenge Newco-alternativet er et aktuelt alternativ».

Det fremgår av styreprotokollene at Åge Remøy er sentral i forhandlingene med Aker vedrørende Fusjonen. Videre er vilkår og synspunkter fra «hovedaksjonær» flere ganger omtalt i styreprotokollene. Åge Remøy er i egenskap av hovedaksjonær personlig part i avtalen om Fusjon og støtte til refinansiering mv. som regulerer vilkårene for Fusjonen. Som nevnt over er også resultatet av forhandlingene med Aker/Solstad og hovedaksjonær Åge Remøy, at styret i Selskapet aksepterer en avtale om fusjon som i stor grad er tilpasset Åge Remøys særkrav. Åge Remøy har ved siden av denne avtalen også fremforhandlet en avtale med Aker om put-opsjon på sine B-aksjer som etter Selskapets oppfatning Aker anså som nødvendig «for å forhindre at Remøygruppen blokkerte fusjonen med Solstad.»

Selskapet har anført at det i tillegg til styremøter ble foretatt løpende samtaler med det «habile styret» og Åge Remøy. Det er også lagt frem en e-postutveksling mellom enkeltstyremedlemmer og Selskapets advokat som illustrasjon på at «*dialogen knyttet til hhv. A og B-aksjer har vært holdt adskilt mellom hovedaksjeiere og de habile styremedlemmene*». Børsen kan ikke se at de e-poster det vises til dokumenterer at Remøy har blitt holdt utenfor styrets vurderinger og beslutninger knyttet til A- og B-aksjer. Derimot gis det et bilde av at Åge Remøy satt sentral i forhandlingene mot Aker, enten i egenskap av hovedaksjonær, som styreleder (som han også refereres til i e-postene), eller begge deler. Det er uansett på det rene at Åge Remøy deltok i egenskap av styreleder i alle styremøter vedrørende forhandlingene med Aker/Solstad om Fusjonen, herunder styremøtene av 18. juli der styret går langt i å konkludere med at den forskjellsbehandlingen Fusjonen innebærer i form av vederlag med A- og B-aksjer, er akseptabel sett hen til alternativene. Det er Åge Remøy som på vegne av REM har signert Fusjonsavtalen, og han deltar også i behandlingen av fusjonsplan og beslutningen om å foreslå at generalforsamlingen fatter vedtak om fusjon, jf. sirkulert styreprotokoll av 8. september.

Børsen stiller spørsmål ved Åge Remøys ulike roller og om det forelå interessekonflikter som kan ha påvirket hans vurderinger i egenskap av styreleder i forhold til aksjonærfellesskapets beste, likebehandling av andre aksjonærer i Selskapet, handlingsalternativer mv, og da særlig sett hen til de særfordeler han har fremforhandlet for seg selv i egenskap av hovedaksjonær. At styret også beslutter å gå inn på Fusjonen på de nevnte premisser, kan reise spørsmål ved om forskjellsbehandlingen i tilstrekkelig grad er saklig begrunnet i Selskapets og aksjonærenes felles interesser. En eventuell korrigerende styrebeslutning som innebar en urimelig forfordeling av aksjonærer i generalforsamlingen var heller ikke sannsynlig, tatt i betraktning at Åge Remøy også kontrollerte denne, og der alene kunne beslutte med endelig virkning gjennomføring av Restrukturering og Fusjon.

8.4 Oppsummering og konklusjoner

En kritisk finansiell situasjon vil kunne tilsi et betydelig handlingsrom for styret i arbeidet med å få på plass en refinansiering. I disse tilfellene vil også selskapet måtte legge særlig vekt på hensynet til kreditorene som en relevant selskapsinteresse. Videre vil naturligvis en til dels betydelig forskjellsbehandling av aksjonærer i større grad kunne forsvares som saklig dersom konkursscenarioet er et reelt alternativ. I slike situasjoner vil normalt også tidspress, behov for å minimere gjennomføringsrisiko og håndteringen av mange ulike interessenter med til dels motstridende interesser, kunne begrense omfanget av handlingsalternativer som fortoner seg som realistiske for selskapet på det aktuelle tidspunktet hvor beslutninger må tas.

Selskapet må imidlertid også i disse tilfelle må være oppmerksom på at arten og graden av forskjellsbehandling kan tilsi en særskilt aktsomhet i forhold til løsningen selskapet ender opp med, de valg som blir tatt underveis i prosessen og den samlede effekten av løsningen for de ulike aksjonærgrupperinger. Dette vil typisk være tilfellet der resultatet av den valgte løsningen er at en majoritetsaksjonær kommer vesentlig bedre ut av det enn minoritetsaksjonærene. I vurderingen av om forskjellsbehandlingen er saklig i lys av det nevnte, vil børsen også i disse tilfellene se hen til om prosessen rundt en slik løsning fremstår som forsvarlig.

Børsen har ikke funnet grunn til å overprøve premisset om at en restrukturering var nødvendig gitt Selskapets finansielle situasjon, og videre at en fusjon med Solstad kunne fremstå som egnet til å fremme Selskapets og aksjonærfelleskapets interesser i den situasjon Selskapet på et senere tidspunkt befant seg i.

Den fremforhandlede restrukturingsløsning og fusjonen sett i sammenheng medfører imidlertid en vesentlig forskjellsbehandling av eksisterende aksjonærer i Selskapet ved i) at Åge Remøy gjennom selskaper han kontrollerer, som eneste aksjonær får tegne seg i den rettede emisjonen, og opprettholde en betydelig posisjon i REM, til tross for den vesentlige utvanning som Restruktureringen for øvrig innebærer av eksisterende minoritetsaksjonærer, og ii) minoritetsaksjonærer som vederlag i Fusjonen kun mottar B-aksjer med begrenset stemmerett, mens Åge Remøy for halvparten av beløpet han tegner seg for i den rettede emisjonen mottar ordinære A-aksjer.

Videre innebærer transaksjonene en potensielt betydelig økonomisk forfordeling som følge av i) fremgangsmåten for fastsettelse av emisjonskursen, og ii) ved at egenskaper ved B-aksjene i Solstad kan tilsi at disse vil bli priset lavere enn A-aksjene etter Fusjonen. En slik usikkerheten knyttet til omfang av økonomisk forfordeling skulle etter børsens oppfatning tilsi en økt aktsomhet fra styret i forhold til likebehandling av aksjonærer.

Samtidig kan ikke børsen se at styret har vært tilstrekkelig aktsom i forhold til vurderinger knyttet til alternative tiltak, herunder tiltak som kunne redusere forskjellsbehandlingen. Slike tiltak kunne eksempelvis innebære en bredere emisjon der flere eksisterende aksjonærer i REM fikk delta, og med delvis oppgjør i A-aksjer på tilsvarende premisser som Remøy, eller en videresalgmodell der Hovedaksjonær selger deler av de A- og B-aksjene han mottar for REM-aksjene han tegner i den rettede emisjonen, dog forutsatt at det ikke lot seg gjennomføre med en reparasjonsemisjon med oppgjør i A-aksjer. I fravær av en mulighet for minoritetsaksjonærer til å bli stilt i posisjon til å motta A-aksjer, fremstår Hovedaksjonærens krav om A-aksjer for innskutt kapital, og styrets tilslutning til dette, som et tiltak som er egnet til å innebære en grovt urimelig forskjellsbehandling av aksjonærer.

Videre er det klare utfordringer knyttet til Åge Remøys ulike roller i prosessen som ledet frem til Restruktureringen og Fusjonen, som gjør at det kan stilles spørsmål ved styrets behandling av forskjellsbehandlingen og aksjonærenes felles interesser. Det vises i den forbindelse til at Åge Remøy er part i Masteravtalen og Fusjonsavtalen i egenskap av hovedaksjonær og satt sentralt i forhandlingene i den forbindelse, samtidig som han deltok i styrets behandling av disse avtalene i egenskap av styreleder i Selskapet. Åge Remøy har også en særavtale om salgsopsjon med Aker, som innebærer at en tegning med tildeling av B-aksjer til ham, fremstår mer attraktivt enn det tegning med tildelingen av B-aksjer fremstår for andre.

De nevnte forhold kan etter børsens syn ha virket inn på styrets vurderinger rundt premissene for og den nærmere utformingen av Restruktureringen og Fusjonen, alternative løsninger, og sakligheten i de vilkår Hovedaksjonærens stilte for å bidra med kapital. Styrets beslutninger ble senere godkjent av

generalforsamlingen der Åge Remøy gjennom selskaper han eier, kontrollerte tilstrekkelig antall stemmer til alene stemme gjennom de aktuelle vedtak.

Det er på denne bakgrunn børsens oppfatning at det ovennevnte samlet sett har bidratt til at forskjellsbehandlingen av minoritetsaksjonærer i Selskapet som fremstår som uforholdsmessig og grovt urimelig, og at det foreligger brudd på løpende forpliktelser pkt. 2.1 om likebehandling.

9. Sanksjon

Børsen fører tilsyn med etterlevelsen av det verdipapirrettslige likebehandlingsprinsipp i vphl. § 5-14 gjennom den likelydende bestemmelsen i løpende forpliktelser punkt 2.1. Børsen vil etter gjeldende regler kunne sanksjonere vesentlige brudd med overtredelsesgebyr på maksimalt 10 ganger årlig kursnoteringsavgift. Overtredelsesgebyret skal betales til børsen, jf. børsforskriften § 31 (1).

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

Videre ila børsstyret i 2015 overtredelsesgebyr tilsvarende tre ganger kursnoteringsavgift for brudd på likebehandlingsregelen i løpende forpliktelser pkt. 2.1, i en sak som gjaldt en rettet emisjon i Sparebank 1 Østfold Akershus, jf. børsstyrets vedtak av 23. september 2015. Saken ble klaget inn for og opprettholdt av Børsklagenemnden, jf. Børsklagenemndens sak 3/2015 (Vedtak og Uttalelser 2015 s. 102).

Oslo Børs finner at overtredelsen i saken er så alvorlig at det bør reageres med overtredelsesgebyr. Likebehandling er et grunnleggende prinsipp i verdipapirhandelretten. Prinsippet har stor betydning i det regulerte marked for å sikre markedets integritet og tillit, ved at det gir et minoritetsvern. Som fremholdt i pkt. 6.1 påtar selskaper som inviterer småaksjonærer til å delta med risikokapital seg et ansvar for å ivareta også deres interesser. Dette utgangspunktet må også gjelde i situasjoner hvor Selskapet befinner seg i en vanskelig finansiell situasjon.

I forhold til den nærmere utmålingen i saken, har børsen tatt i betraktning at Selskapet befant seg i en utfordrende finansiell situasjon, og at særlig prosessen som ledet opptil Fusjonen var uoversiktlig, og forutsatte krevende vurderinger under tidspress. Den samlede effekten av Restruktureringen og Fusjonen innebar imidlertid en vesentlig krenkelse av utgangspunktet om likebehandling av aksjonærer, som fremstår uforholdsmessig og grovt urimelig. Saken gjelder usaklig forskjellsbehandling mellom majoritetsaksjonær og minoritetsaksjonærer som er i kjernen av det likebehandlingsregelen skal forhindre.

Etter en totalvurdering kommer Oslo Børs til at overtredelsesgebyret passende settes til tre ganger årlig kursnoteringsavgift lik 493 800 kroner.

På bakgrunn av overstående traff børsstyret følgende vedtak:

For brudd på kravet til likebehandling etter løpende forpliktelser punkt 2.1, ilegges REM Offshore ASA et overtredelsesgebyr på tre ganger årlig kursnoteringsavgift, dvs. 493 800,- kroner, jf. børsforskriftens § 31 og løpende forpliktelser punkt 15.4.